

### Удержатъ позиции лидера

1 февраля 2013 г.

**Бакай Мадыбаев**

bakaim@halykbank.kz

+7(727)330 0153

<b>GDR Kcell на LSE: Покупать</b>		
Последняя цена (31.01.13)	\$	13.0
Справедливая цена	\$	14.2
Ожидаемый дивиденд	\$	1.1
Дивидендная доходность		8.3%
12-мес. целевая цена	\$	15.1
Потенциал роста		15.8%
Общая 12-мес. доходность		24.1%
Макс за 52-нед	\$	13.0
Мин за 52-нед	\$	10.5
Тикер		KCEL LI

<b>Акции Kcell на KASE: Покупать</b>		
Последняя цена (31.01.13)	KZT	1,890
Справедливая цена	KZT	2,146
Ожидаемый дивиденд	KZT	162
Дивидендная доходность		8.3%
12-мес. целевая цена	KZT	2,269
Потенциал роста		20.1%
Общая 12-мес. доходность		28.3%
Макс за 52-нед	KZT	1,890
Мин за 52-нед	KZT	1,582
Тикер		KCEL KZ

- **Лидер рынка.** Kcell лидирует на рынке мобильной телефонии Казахстана как по числу абонентов, так и среднему доходу на абонента. Эта позиция обеспечивается сравнительно развитой сетью и качеством услуг, что позволяет сохранять доминирующее положение среди высокодоходных клиентов, включая корпоративные и государственные структуры. В результате маржа EBITDA и прибыли компании намного выше, чем у местных конкурентов и сравнимых компаний на зарубежных рынках. Доходы и прибыль компании, как и всей отрасли на казахстанском рынке, росли двузначными темпами в 2010-2011 годах, но в прошлом году условия на рынке начали меняться, оказывая давление на позиции Kcell.
- **Рынок мобильной голосовой связи приближается к насыщению.** Темпы роста подключений к услугам мобильной голосовой связи продолжают замедляться. Число активных подключений уже превысило численность населения Казахстана. По мере приближения к точке насыщения неизбежно усиление конкуренции и снижение прибыльности голосовых услуг. Для поддержания темпов роста доходов, несмотря на снижение доходов от голосовой связи, операторы вынуждены ускорить развитие услуг передачи данных.
- **Фокус на услугах передачи данных.** По ожиданиям отрасли доходы от услуг передачи данных будут расти быстрее доходов от остальных услуг, учитывая низкий уровень проникновения, более высокую прибыльность и меньшую степень регулирования. Мы считаем, что спрос на услуги передачи данных все еще ограничен высокими ценами, числом пользователей смартфонов, а также низким уровнем предложения потребляющих большие объемы трафика приложений и специализированных для смартфонов услуг.
- **Конкуренция усиливается.** Выход оператора-дискаунтера Tele2 на рынок в 2010 году поколебал дуополию Kcell и Kar-Tel, которая поддерживалась за счет сетевой экономии масштаба и высоких ставок интерконнекта. Конкуренция снизила цены на рынке и таким образом замедлила рост доходов и прибыли операторов.
- **Регуляторные риски.** С целью повысить уровень конкуренции регулятор путем переговоров с операторами снижает ставки интерконнекта и обсуждает возможность введения переносимости мобильных номеров, что уберет препятствие для конкуренции за высокодоходных клиентов, а также может помочь Tele2 в расширении своей доли рынка. С другой стороны регуляторный риск менее ощутим для основного драйвера роста доходов в ближайшие годы, услуг передачи данных, в силу более низкой распространенности данных услуг.
- **Рекомендация.** Мы оцениваем 12-месячную целевую цену акций Kcell на уровне \$15,1 за ГДР и 2270 тенге за акцию на KASE с учетом выплаты дивиденда в размере \$1,08 или 162 тенге на акцию во втором квартале 2013 г. и рекомендуем 'Покупать'. Акции Kcell предоставляют возможность получения высокой дивидендной доходности при некоторых, пусть и ограниченных, перспективах роста цены. Для казахстанских инвесторов покупка акций на KASE выглядит более предпочтительно в виду отсутствия требования по уплате налога на прирост стоимости, в отличие от ГДР, а ликвидность акций Kcell на KASE на данный момент не вызывает беспокойства.

**Содержание:**

<b>Обзор отрасли</b> .....	<b>3</b>
Фокус на услугах передачи данных .....	4
Внедрение 4G.....	7
<b>Конкуренция</b> .....	<b>8</b>
Виртуальные операторы и переносимость номеров .....	8
Kar-Tel .....	10
Tele2.....	11
Казахтелеком .....	11
<b>Обзор компании</b> .....	<b>13</b>
Услуги передачи данных .....	14
Финансовые показатели .....	15
Дивидендная политика .....	17
Руководство .....	18
Сделка с Казахтелеком .....	18
Выход на IPO .....	19
<b>Регулирование</b> .....	<b>19</b>
Институты .....	19
Регулирование цен и ставки интерконнекта .....	20
Лицензирование .....	22
Судебные споры с регулятором .....	22
Требования для вступления в ВТО .....	23
<b>Операционные и финансовые предположения</b> .....	<b>24</b>
Предположения по дивидендам .....	25
<b>Оценка</b> .....	<b>25</b>
Модель DDM.....	26
Модель DCF.....	26
Сравнительная оценка .....	27
<b>Приложения</b> .....	<b>29</b>
<b>Раскрытие информации</b> .....	<b>33</b>

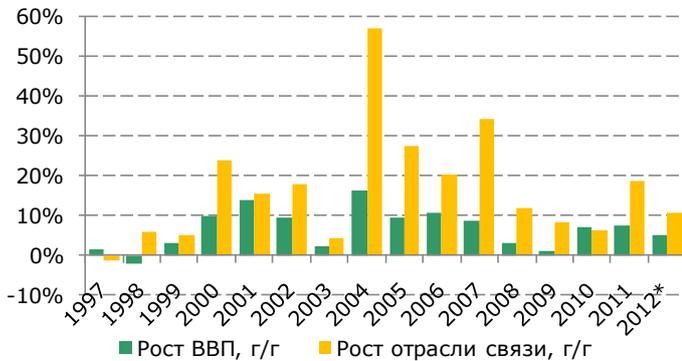
## Обзор отрасли

Отрасль связи росла со среднегодовым темпом роста в 20% последние десять лет и увеличила свою долю в ВВП Казахстана с 1,04% в 1999 г. до 3,24% в 3кв2012, по данным

Агентства по Статистике РК. Начиная с 1998 г., сектор рос быстрее, чем экономика в целом каждый год за исключением 2010-го (Рис. 1). Мы считаем, что в среднесрочной перспективе эта тенденция сохранится.

Внутри стремительно растущей отрасли некоторые услуги растут быстрее остальных (Рис. 2). По данным Агентства по Статистике, за последние десять лет доля доходов местной и междугородней фиксированной голосовой связи в структуре доходов отрасли сократилась с 67,8% до 14,7%. В то же время доля мобильной связи выросла с 21,3% до 52,8%, достигнув пика в 2009 г. (57,2%). Как и мобильные услуги, подключение к интернету активно распространялось в Казахстане с 2002 по 2012 год, увеличив свою долю в структуре доходов отрасли с 3,1% до 18,1%.

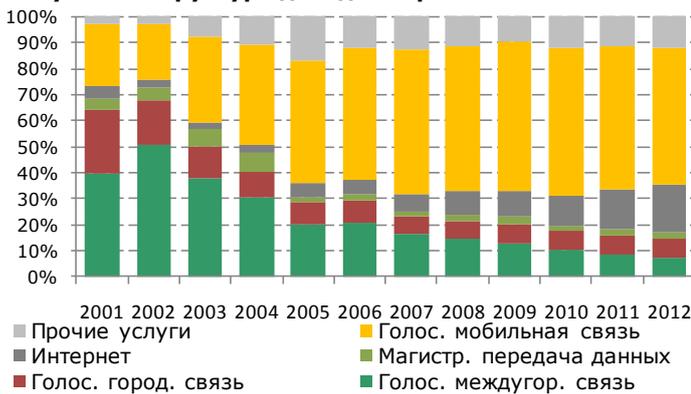
**Рисунок 1. Рост ВВП и отрасли связи**



Источник: Агентство РК по статистике

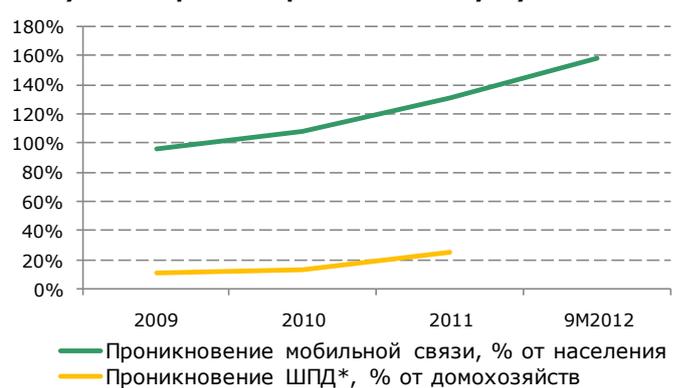
\*Данные по отрасли связи за 3кв2012

**Рисунок 2. Структура доходов отрасли**



Источник: Агентство РК по статистике

**Рисунок 3. Уровень проникновения услуг связи**



Источник: Данные компании

\*широкополосный доступ в интернет

Сегодня на рынке мобильной связи, по нашему мнению, происходит смена парадигмы. Это тектонический сдвиг можно было наблюдать на рынках, опережающих Казахстан по проникновению технологий, XX лет назад. Технологические изменения расширили роль мобильных услуг за пределы голосовой связи. Данная тенденция превращает продукт рынка мобильной связи из набора несвязанных отдельных услуг во всеобъемлющий пакет связи<sup>1</sup>, что влечет серьезные последствия для отрасли и ее организации.

Как и везде, телекоммуникационная отрасль Казахстана выиграла от стремительного технологического развития,

<sup>1</sup> Consumer Demand for Mobile Phone Service in the US: An Examination beyond the Mobile Phone, Christian M. Dippon, NERA Economic Consulting, [http://www.prepaidmvno.com/wp-content/uploads/2012/02/Mobile\\_demand\\_logit.pdf](http://www.prepaidmvno.com/wp-content/uploads/2012/02/Mobile_demand_logit.pdf), выборка на 6 сентября 2012 г.

который сделал новые услуги более доступными и при этом снизил стоимость и улучшил качество уже имеющихся услуг. Телекоммуникационная отрасль также выиграла от резкого роста доходов и относительно мягкого, на наш взгляд, регулирования. Средний доход на душу населения вырос на 158% в реальном выражении с 2002 г., в то время как цены на услуги связи с учетом инфляции упали на 48%, а качество повысилось. Мы ожидаем, что данная тенденция продолжится, что приведет к расширению базы абонентов и распространению новых услуг связи. Сложной задачей для операторов является перевести рост спроса в устойчивую высокую доходность на капитал.

### **Фокус на услугах передачи данных**

Услуги голосовой связи все еще составляют самую значительную часть доходов всех казахстанских сотовых операторов, но рост данных услуг значительно замедлился за последние два-три года. К сентябрю 2012 г. проникновение сотовой связи достигло 158 подключений на 100 человек<sup>2</sup>, исходя из правила 6-месячной активности, согласно оценке Kcell (Рис. 3). По мере того, как спрос на услуги голосовой связи приближается к точке насыщения, по нашему мнению, ужесточается конкуренция и снижается прибыльность. Средняя цена минуты разговора (ARMU<sup>3</sup>) казахстанских сотовых операторов уже начала снижаться, по данным Kcell.

Для поддержания темпов роста прибыли, несмотря на замедление роста доходов от услуг голосовой связи, операторам необходимо ускорить развитие сервисов передачи данных. Данный переход уже наблюдается на более развитых рынках, которые на несколько лет опережают Казахстан в части развития мобильных технологий.

В отличие от услуг голосовой связи, проникновение услуг передачи данных остается низким даже в сфере фиксированных линий передачи данных. По данным Всемирного Банка в 2010 г. Казахстан имел 33 интернет-пользователя на каждые 100 жителей. В сравнении данный показатель равнялся 74 в США и 43 в России. Отставание может быть еще более заметным в части мобильных устройств передачи данных. Это означает, по нашему мнению, что услуги мобильной передачи данных имеют высокий потенциал роста. Сложной задачей является монетизация данных услуг<sup>4</sup>.

Хорошей новостью является то, что доходы от передачи данных растут быстрее, чем доходы от голосовой связи, судя по данным Kcell за последние три года. Данная тенденция

<sup>2</sup> Это обусловлено тем, что некоторые абоненты используют несколько SIM-карт для различных сетей или устройств.

<sup>3</sup> Average Revenue per Minute of Use – средняя цена за минуту разговора.

<sup>4</sup> *Monetization Strategies for Mobile Operators*, подготовлено Gabriel Brown для CISCO, Heavy Reading, июль 2010 г. <http://www.heavyreading.com>, выборка на 31 августа 2012 г.

наблюдалась в странах, которые на несколько лет опережают Казахстан в развитии технологий мобильной связи. Высокие темпы роста доходов в Казахстане на протяжении следующих нескольких лет, ожидаемые многими экспертами<sup>5</sup>, а также высокая ценовая эластичность спроса на услуги передачи данных по сравнению с более низкой эластичностью спроса на голосовую связь, по нашему мнению, указывают на растущую важность услуг передачи данных для сотовых операторов.

По нашим ожиданиям, доходы от передачи данных будут расти быстрее, чем отрасль сотовой связи в целом, но начав с низкой базы, могут оказаться не в состоянии компенсировать ожидаемое снижение доходов от голосовых услуг.

Мы считаем, что услуги передачи данных будут иметь более высокую маржу, чем услуги голосовой связи. Отчасти это вызвано тем, что услуги передачи данных все еще находятся на ранней стадии цикла развития продукта. Когда услуги голосовой связи только начали предоставляться на других рынках, они были скорее символом статуса, чем товаром народного потребления. Мы считаем, что в Казахстане услуги передачи данных пока имеют аналогичный статус, позволяя операторам поддерживать высокую маржу и в то же время сдерживать спрос лимитами на объем трафика.

В результате, услуги передачи данных в Казахстане, на наш взгляд, имеют все атрибуты предмета роскоши, в отличие от мобильной голосовой связи, которая стала товаром народного потребления. Пользователи мобильного интернета в среднем зарабатывают больше, чем средний пользователь голосовой связи, судя по личным наблюдениям. Услуги передачи данных остаются слишком дорогими для большинства населения, даже в городских зонах, где доступны данные услуги.

Такая эксклюзивность мобильного интернета может объяснить, почему данный рынок до определенной степени не подвержен жесткому регулированию. В частности, Министерство Транспорта и Коммуникаций не ограничивает сверху цены на мобильный ШПД для конечных пользователей, но при этом ограничивает цены между операторами магистральной связи и дистрибьюторами, где уровень конкуренции, по мнению министерства, низок. Мы считаем, что если так пойдет и дальше, такой подход благосклонного безразличия со стороны регулятора позволит операторам поддерживать высокую прибыльность на ранних стадиях проникновения данного продукта. Но в то же время, по мере распространения услуг мобильной передачи данных и роста конкуренции маржа, на наш взгляд, будет снижаться.

---

<sup>5</sup> МВФ ожидает рост ВВП Казахстана в пределах 6,0-6,4% в 2013-2017 гг. *World Economic Outlook: a survey by the staff of the International Monetary Fund*, International Monetary Fund, апрель 2012 г.

Данное мнение высказывается во многих исследованиях<sup>6</sup>, намекая на то, что долгосрочный спрос на мобильную передачу данных является эластичным к цене (если под ценой правильно понимать цену за весь пакет трафика, а не за один мегабайт). Кроме того, связь между ценовой эластичностью и конкуренцией была доказана множеством эмпирических анализов.

При всем при этом услуги мобильной передачи данных являются той областью, от которой мы ожидаем более быстрого роста, чем от отрасли в целом в следующие несколько лет, в течение которых ограниченность пропускной способности каналов связи будет сдерживать рост ценовой конкуренции.

Мобильный ШПД в Казахстане находится на ранней стадии развития. Лицензии на 3G были приобретены в 2010-2011 годах. Объем трафика мобильной передачи данных и число абонентов мобильного ШПД остается низким. По данным Kcell, проникновение смартфонов в собственной сети составляет около 9,8%, что немногим ниже, чем в России (11,2%), Турции (11,8%), и существенно ниже, чем в Великобритании (31%) или США (42%) (исходя из данных Informa<sup>7</sup>).

Мы ожидаем изменений в этой сфере в следующие два-три года. Проникновение смартфонов, один из главных драйверов роста трафика мобильной передачи данных, должно вырасти по мере удешевления устройств. В долгосрочной перспективе число абонентов мобильной передачи данных должно вырасти также благодаря внедрению решений «machine-to-machine» (M2M), которые подключают в сеть банкоматы, POS-терминалы, cash-in терминалы, устройства пожарной сигнализации, безопасности и даже бытовые приборы. Несмотря на то, что большинство подключений M2M не генерируют много трафика, мы ожидаем, что они принесут существенные объемы дохода, так как число данных устройств должно превысить другие виды подключений, в то время как спрос, скорее всего, будет эластичным к цене.

С другой стороны мы считаем, что проникновение услуг передачи данных несет в себе риск «каннибализации» услуг голосовой связи. Внедрение смартфонов снизило власть операторов над абонентами, так как последние получили альтернативные способы подключения к сети через локальные беспроводные сети (WiFi). Кроме того, улучшение покрытия 3G и рост пропускной способности мобильных каналов связи, по нашему мнению, должны позволить абонентам перейти к значительно более дешевым решениям голосовой и текстовой

---

<sup>6</sup> В частности, исследование *Estimating demand elasticities for mobile telecommunications in Austria*, Ralf Dewenter и Justus Haucap, Discussion paper 33, University of Federal Armed Forces Hamburg, декабрь 2004 г.

<sup>7</sup> *The Netsize guide 2011 by Gemalto*, на основе данных от Informa Telecoms & Media

связи через Интернет, в особенности в части международных звонков.

Однако мы считаем, что высокие цены, низкий уровень предложения специализированных для смартфонов услуг и потребляющих большие объемы трафика мобильных приложений в Казахстане будет сдерживать рост потребления трафика в краткосрочной перспективе. Сегодня наиболее популярные мобильные Интернет-приложения не требуют подключения к высокоскоростному интернету.

С продолжающимся улучшением инфраструктуры, повышением проникновения Интернета и растущим использованием 3G, мы ожидаем, что телекоммуникационный сектор будет и дальше расти быстрее ВВП страны хотя бы до конца десятилетия.

### **Внедрение 4G**

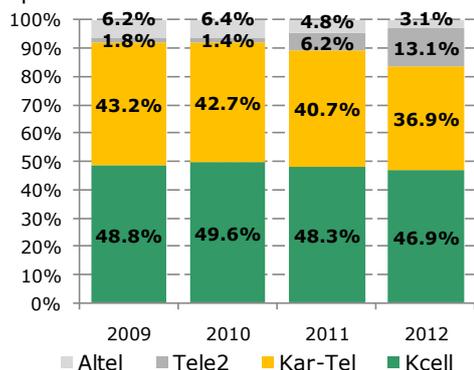
Технология высокоскоростной передачи данных LTE (Long-Term Evolution), позиционирующаяся в мире как технология поколения 4G, была запущена в декабре 2012 г. в Алматы и Астане оператором Казахтелеком, единственным обладателем лицензии на данную технологию.

Мы не ожидаем от других мобильных операторов полномасштабного коммерческого запуска LTE до 2015 г. С одной стороны сегодня отсутствуют свободные радиочастоты, необходимые для коммерческого запуска LTE несколькими сотовыми операторами. Дело в том, что подходящие для LTE частоты используются для аналогового телевидения и аэронавигационных систем, сообщило Министерство Транспорта и Коммуникаций, и освободятся скорее к 2015 г.

С другой стороны, уровень спроса на мобильный широкополосный доступ в Интернет (ШПД), по нашему мнению, не достаточно высок для сотовых операторов, чтобы оправдать дорогостоящие инвестиции в LTE. В то время как сеть 3G может быть надстроена на базе оборудования 2G, переход на LTE требует значительно более объемных инвестиций, по нашему мнению, так как в частности требует усовершенствования базовой сети. Компания не ожидает коммерческого запуска LTE до 2015 г. До тех пор у операторов, по нашему мнению, будет время окупить инвестиции, вложенные в 3G.

## Конкуренция

**Рисунок 4. Структура рынка**, исходя из правила 1-месячной активности



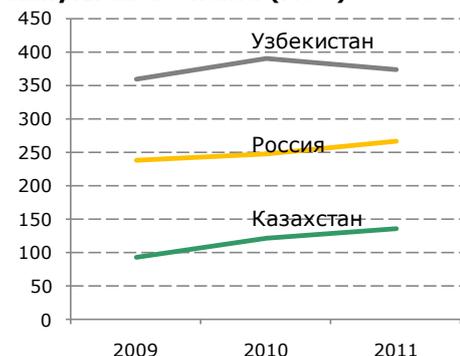
Источник: Данные компании

**Рисунок 5. Средняя цена за минуту разговора**, за 2011 г.



Источник: KCell, VimpelCom, MTS

**Рисунок 6. Использованные за месяц минуты на абонента (MOU)**



Источник: ВымпелКом, МТС, Мегафон, UCell, KCell

В Казахстане присутствуют три GSM-оператора - Kcell, Kar-Tel, and Tele2, и один CDMA-оператор, Altel, дочерняя компания Казахтелеком, которая месяц назад приняла решение перейти на стандарт GSM. Исходя из правила 1-месячной активности, по данным на конец 2012 г. абоненты Kcell составляли 46,9% рынка (Рис. 4). Следом шел Kar-Tel с 36,9% и активно растущая Tele2 с 13,1%. Абонентская база Altel, состоящая в основном из нетребовательных и чувствительных к цене пользователей, занимала всего 3,1% рынка.

Tele2 резко увеличил свою долю рынка с 1,4% в 2010 г. до 13,1% в 2012 г. Структура рынка, на наш взгляд, может стать еще менее сконцентрированной в следующие год-два, если Tele2 удастся выполнить свой бизнес-план по захвату 30% рынка.

Цены на услуги мобильной связи в Казахстане, что отражает ARMU (средняя цена минуты разговора), были одними из самых высоких среди цен других стран региона (Рис. 5). В результате, казахстанцы разговаривают меньше своих соседей, несмотря на высокие доходы (Рис. 6). По нашему мнению, это обусловлено низким уровнем конкуренции в последние десять лет. При том, что Россия имеет девять операторов мобильной связи, Таджикистан – девять, а Кыргызстан – семь, в Казахстане их четыре, из которых много лет доминировали два - Kcell и Kar-Tel. Большая территория страны и низкая плотность населения стали одним из барьеров для появления других игроков. Выход на рынок Tele2 в 2010 г. подстегнул конкуренцию, как по цене, так и по качеству.

Сегодня Kcell и Kar-Tel поддерживают высокую ставку интерконнекта<sup>8</sup> с целью ухудшить прибыльность Tele2 и пресечь выход на рынок других потенциальных участников. Однако регулятор уже объявил о снижении ставок интерконнекта на 15% ежегодно в течение следующих трех лет.

### Виртуальные операторы и переносимость номеров

На рынке отсутствуют переносимость мобильных номеров (MNP) и виртуальные мобильные операторы (MVNO). Однако местный регулятор, Министерство Транспорта и Коммуникаций (МТК) рассматривает внедрение MNP и изменения в законодательстве, необходимые для MVNO.

Как MNP, так и MVNO, на наш взгляд, повысят уровень конкуренции. MNP упростит переход абонентов между операторами, повысив конкуренцию за относительно нечувствительных к цене абонентов. Кроме того, так как код

<sup>8</sup> Плата, которую вносит один оператор на счет другому, когда абонент первого оператора звонит абоненту второго.

сети уже не будет идентифицировать используемого оператора, то, по нашему мнению, потеряется весь смысл использования нескольких SIM-карт для разных сетей. В результате должна увеличиться доля звонков вне сети, что повысит расходы на интерконнект и снизит прибыльность операторов.

К концу 2012 года МТК ожидало результатов консалтингового проекта по возможному внедрению MNP. MNP требует изменений в законодательстве, ценовой политике, ставках интерконнекта, а также технических разработок, таких как база данных по перенесенным номерам и система автоматического уведомления абонентов, набирающим перенесенный номер. В России MNP начнет внедряться в первой половине 2014 г. Мы считаем, что Казахстан последует за своим северным соседом с небольшим отставанием в один-два года.

Введение необходимого для MVNO законодательства, на наш взгляд, должно позволить новым операторам, скорее всего зарубежным, выходить на рынок без значительных инвестиций в инфраструктуру. Обсуждение вокруг MVNO должно начаться в текущем году.

Рисунок 7. Срез рынка

Участник рынка	Доля рынка по абонент. базе <sup>9</sup>	Доля рынка по уровню дохода <sup>10</sup>	Сегменты рынка				
			Фикс. голос. связь	Фикс. передача данных	Моб. голос. связь	Моб. передача данных	Магистральные сети
Kcell	46,9%	57,0%	Нет	Нет	GSM 900/1800	3G (HSPA+)	TeliaSonera приобрела 20% долю в Kaztranscom, которая располагает оптоволоконной сетью с покрытием больших городов страны и независимой точкой входа из России. Kcell заключила долгосрочный контракт с Казахтелеком.
Kar-Tel	36,9%	36,6%	Нет	FTTB	GSM 900/1800	3G (HSPA+)	ВымпелКом владеет компанией TNS+ с широкой оптоволоконной сетью с покрытием больших городов и основных регионов и независимой точкой входа из России.
Tele2	13,1%	2,5%	Нет	Нет	GSM900/1800	3G (HSPA+)	Нет
Казахтелеком (Altel)	3,1%	3,9%	Да	ADSL, FTTB	CDMA-2000	EVDO, LTE	Располагает самой разветвленной оптоволоконной сетью с покрытием всех городов и регионов.

<sup>9</sup> Исходя из правила 1-месячной активности на конец 2012 г., по данным KCell.

<sup>10</sup> На конец 2011 г., по данным KCell.

## **Kar-Tel**

Компания Kar-Tel, более известная по своему основному бренду «Билайн», является дочерней компанией ВымпелКом – седьмого крупнейшего в мире по количеству абонентов сотового оператора, по данным Wireless Analysis<sup>11</sup>. ВымпелКом представлен в 18 странах Европы, СНГ, Северной Африки и Южной Азии с большой частью дохода, генерируемой в России и Италии.

Kar-Tel вошел на рынок Казахстана в 1999 г. и вместе с Kcell много лет доминировал в отрасли. Главный бренд компании Билайн в основном нацелен на корпоративных клиентов, а также на розничных клиентов со средним и высоким уровнем дохода. Другой бренд компании, ДОС, был разработан для чувствительных к ценам абонентов с низким уровнем доходов в ответ на активный рост Tele2, но потерпел неудачу и будет вскоре закрыт компанией.

Kar-Tel больше остальных потерял от активного расширения Tele2. Доля рынка по числу абонентов Kar-Tel снизилась с 43,2% в 2009 г. до 36,9% на конец 2012 г., исходя из правила 1-месячной активности (Рис. 4). Стремящийся вернуть потерянную долю рынка Kar-Tel готов еще больше снизить цены, сообщило руководство Kcell.

Помимо прочего, мы считаем, что Kar-Tel попытается оспорить традиционное господство Kcell в высокодоходных корпоративном и государственном сегментах. Kar-Tel начал передислокацию персонала головного офиса в Астану, сообщил представитель Kar-Tel в августе 2012 г., что, по нашему мнению, предоставит Kar-Tel возможность перетянуть к себе высокодоходных правительственных клиентов. Однако на деятельность компании, по нашему мнению, плохо влияет постоянная смена руководства - за неполные три года в компании четыре раза назначался новый CEO.

Kar-Tel предоставляет услуги интернет-подключения через фиксированные каналы связи под тем же брендом Билайн. Компания владеет магистральным оператором связи, TNS+, который располагает разветвленной оптоволоконной междугородней сетью по всей стране. Имея собственную магистральную сеть Kar-Tel, на наш взгляд, может предлагать услуги передачи данных по слегка более низким ценам, чем Kcell. Кроме того, так как Kar-Tel уже предоставляет на рынке оптоволоконное подключение (FTTB), компания, по нашему мнению, лучше позиционирована для предоставления услуг двойного подключения – мобильной передачи данных вместе с фиксированным широкополосным подключением.

---

<sup>11</sup> *The top 20 global operator groups by mobile connections (Q2 2012)*, Wireless Analysis, октябрь 2012, <https://wirelessintelligence.com/analysis/2012/10/the-top-20-global-operator-groups-by-mobile-connections-q2-2012/353/>, выборка на 30 октября, 2012 г.

## **Tele2**

Контрольный пакет акций (51%) Tele2 Казахстан принадлежит шведскому телекоммуникационному холдингу Tele2. Холдинг представлен в 12 странах Европы. Оставшимися 49% акций в местной Tele2 владеет Amun Capital, казахстанский инвестиционный фонд.

Tele2 стал последним вошедшим на рынок мобильным оператором. В марте 2010 г. шведский холдинг приобрел у Казахтелеком контрольный пакет в Neo, в то время самом небольшом из трех GSM-операторов.

Tele2 позиционирует себя в качестве дискаунт-оператора, который сфокусирован на низко-доходном сегменте. Tele2 следует той же стратегии, что и при выходе в 2001 г. на российский рынок, на котором доминировали три крупных оператора. Тогда Tele2 приобрел несколько региональных операторов. Несмотря на жесткую конкуренцию с крупными мобильными операторами Tele2 смог стать четвертым крупнейшим оператором в России с 22 миллионами абонентов, 9.3% рынка, несмотря на то, что оператор не представлен почти в половине регионов России, включая Москву.

В Казахстане Tele2 находится на стадии расширения, рассчитывая на захват 30% рынка. Доля рынка Tele2 выросла стремительно с 1,4% в 2010 г. до 13,1% в 2012 г. Для этого компания начала предлагать существенно более низкие цены, чем у конкурентов, и даже себе в убыток. На данный момент EBITDA Tele2 остается отрицательной, но компания планирует выйти на самоокупаемость во второй половине 2013 г. Стратегия Tele2 по агрессивному расширению сказалась на всей отрасли - Kcell и Kar-Tel были вынуждены снизить собственные цены.

Для того, чтобы улучшить собственные показатели прибыльности Tele2 активно выступает за снижение ставки интерконнекта с текущего уровня в 15,3 тенге до 5 тенге, по словам генерального директора Tele2. Несмотря на то, что Kcell и Kar-Tel выступали против данной инициативы, регулятор объявил в декабре о достигнутом соглашении с операторами по снижению ставки интерконнекта на 15% ежегодно в течение следующих трех лет.

## **Казахтелеком**

Казахтелеком является государственным оператором связи, который предоставляет полный спектр услуг в сфере телекоммуникаций, начиная от наземной голосовой связи и доступом в интернет и заканчивая мобильной связью и международной магистральной передачей данных.

В число основных акционеров Казахтелеком входят Фонд Национального Благополучия «Самрук Казына» с контрольным пакетом акций в 51% и две оффшорные

компании Vodam B.V. и Deran Services Limited, доля которых составляет 16,9% и 9,6%, соответственно. 19,4% акций находятся в свободном обращении.

В сфере мобильной связи опыт Казахтелеком был, по нашему мнению, в лучшем случае неоднозначным. Пока государственный оператор не продал свой контрольный пакет компании Tele2, мобильный оператор Нео с трудом конкурировал на рынке. Дочерняя компания Казахтелеком, компания Altel, вышла на рынок за пять лет до выхода своих двух крупнейших конкурентов, но держала слишком высокие цены слишком долгое время после запуска в 1999 г. сетей GSM Казахстан (ныне Kcell) и Kar-Tel. К концу 2012 г. доля рынка Altel составила всего лишь 3,1%

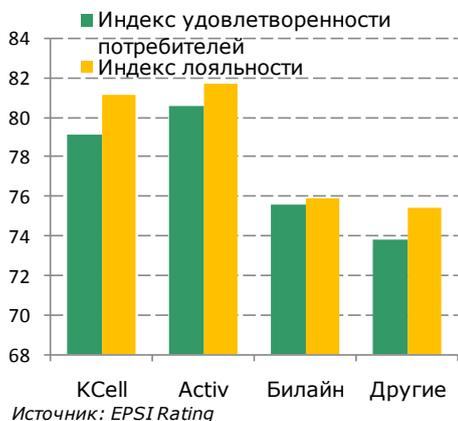
В декабре 2012 г. оператор объявил о запуске в Алматы и Астане сети LTE и планах по постепенному отказу от стандарта CDMA и переходу к стандарту GSM. Для этого Казахтелеком планирует разворачивать собственную GSM-сеть. До тех пор услуги LTE будут предоставляться без голосовой связи. Таким образом, LTE-услуги будут востребованы только у пользователей планшетов и USB-модемов, но не владельцев смартфонов, что серьезно ограничивает целевую аудиторию амбициозной кампании Казахтелеком по завоеванию рынка мобильной связи. Другим фактором, сдерживающим эффект от запуска LTE на конкурентной позиции государственного оператора, является низкий уровень спроса на мобильный ШПД, а также то, что потенциал технологии поколения 3G (HSPA+), которая используется тремя сотовыми операторами стандарта GSM, в Казахстане еще не исчерпан.

Таким образом, несмотря на то, что Казахтелеком некоторое время будет единственным оператором технологии LTE, мы считаем, что использование данной технологии не предоставит компании значительного преимущества над другими сотовыми операторами. Кроме того, даже если компания сможет быстро развернуть необходимое число базовых станций GSM для предоставления полноценных голосовых услуг, используя собственную разветвленную оптоволоконную сеть, мы сомневаемся, что Казахтелеком сможет резко увеличить свою долю рынка, учитывая не самый лучший прошлый опыт государственного оператора на рынке мобильной связи.

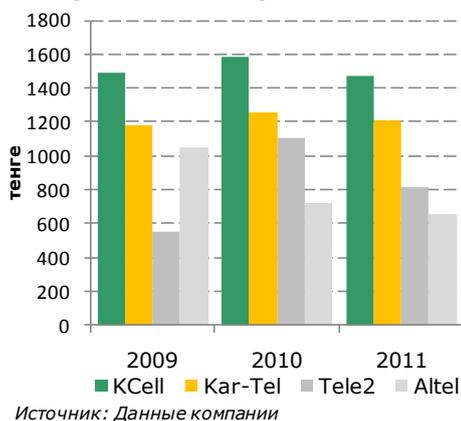
Предоставляя услуги под брендом «Мегалайн», Казахтелеком является крупнейшим провайдером фиксированного доступа в интернет. На середину 2011 г. компания обслуживала 862 тысячи абонентов, или две трети всех пользователей широкополосного доступа в интернет в Казахстане, в основном через технологию xDSL, используя свою разветвленную телефонную сеть. На текущий момент Казахтелеком работает над развертыванием в масштабах всей страны оптоволоконной сети с «доступом к каждому дому» - проект FTTH (Fiber-To-The-Home).

Казахтелеком был основным междугородним магистральным

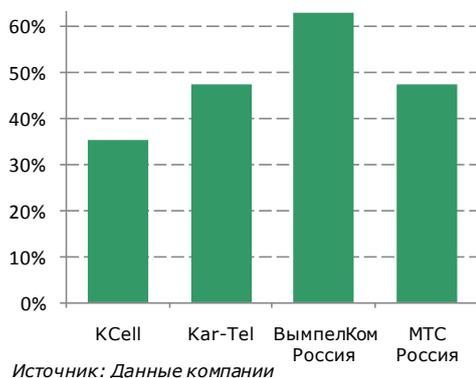
**Рисунок 9. Индекс удовлетворенности покупателей, на конец 2011 г.**



**Рисунок 10. Совокупное ARPU**



**Рисунок 8. Уровень «текучки» клиентов (churn rate), на конец 2011 г.**



провайдером связи для Kcell. Однако приобретение компанией TeliaSonera миноритарной доли капитала в Kaztranscom, а также подписание контракта между Казахтелеком и Kcell с фиксированной стоимостью аренды канала связи, но со значительно более высокой пропускной способностью уменьшили зависимость Kcell от Казахтелеком.

По нашему мнению, Казахтелеком все еще недостаточно дистанцирован от регулятора, Министерства Транспорта и Коммуникаций (МТК). Наблюдается переход ключевых руководителей между регулятором и Казахтелеком. К примеру, перед тем, как возглавить МТК, в 2006-2010 гг. г-н Жумагалиев занимал позицию председателя правления Казахтелеком, а до 2006 опять же руководил регулятором телекоммуникационной отрасли. А нынешний председатель правления Казахтелеком г-н Есекеев, наоборот, до своего назначения в Казахтелеком возглавлял МТК.

### Обзор компании

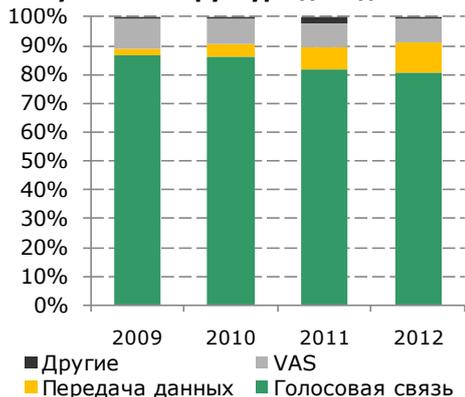
Kcell является лидирующим мобильным оператором как в плане абонентской базы (47,7%, на основе правила 1-месячной активности), так и по доле доходов среди всей отрасли (57%) на 2011 год.

Компания была основана как «GSM Казахстан» в 1998 г. компаниями Казахтелеком и Turkcell, часть которой принадлежит компании TeliaSonera, пятому крупнейшему европейскому мобильному оператору с присутствием в 17 странах Европы и СНГ, согласно сообщению на сайте компании. Контрольный пакет в 51% акций компании находится в собственности Fintur Holdings, дочерней компании TeliaSonera и Turkcell, 24% принадлежат TeliaSonera напрямую, а оставшиеся 25% были размещены на фондовой бирже в декабре 2012 г. В итоге, TeliaSonera напрямую и косвенно владеет 61,9% капитала Kcell.

Kcell на конец 2011 г. генерирует самый высокий ARPU среди конкурентов (Рис. 9) благодаря доминирующему положению своего бренда Kcell на рынке высокодоходных абонентов, включая корпоративные и государственные структуры. Другой бренд компании, Activ, в основном нацелен на абонентов со средним и более низким уровнем доходов. Согласно рейтингу EPSI<sup>12</sup>, независимому исследованию степени удовлетворенности покупателей, как Kcell, так и Activ имеют самые высокие показатели рейтинга удовлетворенности покупателей и рейтинга лояльности среди всех брендов в корпоративном и розничном сегментах на конец 2011 г. (Рис.

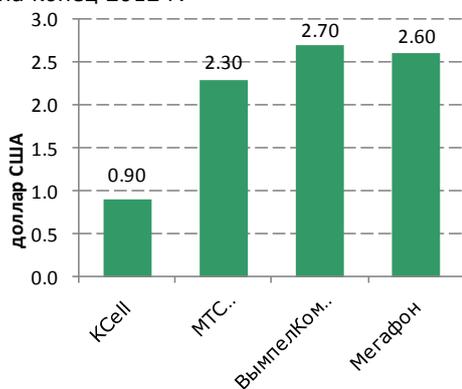
<sup>12</sup> Extended Performance Satisfaction Index, *Customer Satisfaction in Mobile Telecom Industry, Kazakhstan, EPSI Rating 2011, Final Consumers*, Alexander Kosobokov, EPSI Rating. 24 октября 2011 г.

**Рисунок 11. Структура доходов**



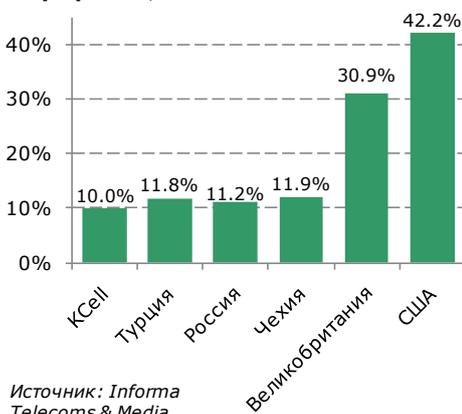
Источник: Данные компании

**Рисунок 12. ARPU передачи данных, на конец 2012 г.**



Источник: Данные компании

**Рисунок 13. Проникновение смартфонов, на конец 2011 г.**



Источник: Infoma Telecoms & Media

8). Уровень «текучки» абонентов (churn rate) у Kcell ниже, чем у Kar-Tel и даже крупных российских операторов (Рис. 10).

Kcell получает большую часть своих доходов от услуг голосовой связи (Рис. 11). Однако судя по данным компании, доля голосовой связи в структуре доходов снизилась с 86,6% в 2009 г. до 80,6% в 2012 г., в то время как доля передачи данных выросла с 2,3% в 2009 г. до 10,3%. Доля услуг VAS, которые включают SMS, MMS и различные информационные услуги, снизилась с 10,4% до 8,3% за тот же период.

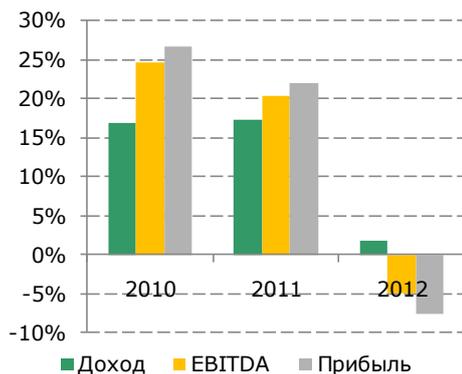
### Услуги передачи данных

Kcell считает услуги передачи данных важным источником роста доходов в ближайшие годы. В конце 2010 г. компания начала активное внедрение сети 3G, следуя стратегии по использованию потенциала роста рынка мобильной передачи данных в Казахстане. На конец 2012 г. ARPU Kcell от передачи данных составлял всего \$0,9 (136 тенге), существенно ниже показателей российских мобильных операторов (Рис. 12). По данным компании, проникновение смартфонов в Kcell на уровне 9,8% также отстает от данного показателя в других странах (Рис. 13).

Компания видит два основных пути по увеличению ARPU от передачи данных. Во-первых, Kcell заинтересована в переводе пользователей из режима оплаты Интернет-трафика по мере потребления на пакеты с фиксированным ежедневным или ежемесячным лимитом трафика, которые обходятся абоненту дешевле в пересчете на мегабайт. Таким образом, компания увеличивает потребление трафика и обеспечивает себе гарантированный объем дохода, который не колеблется в зависимости от трафика. Во-вторых, компания стремится способствовать росту проникновения смартфонов через продажу устройств с отсрочкой платежей вместе с долгосрочными контрактами на подключение. Согласно данной схеме продавцы устройств финансируют продажу и получают ежемесячные платежи от абонента через Kcell в течение срока контракта, сообщает компания.

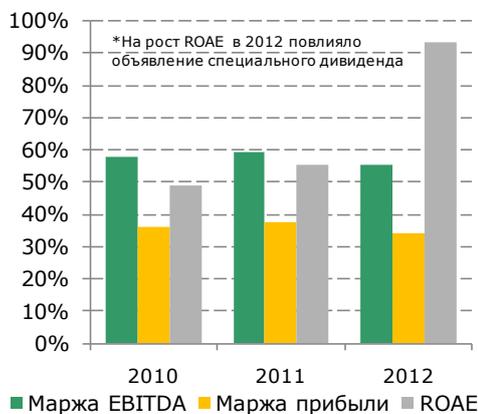
В отличие от Казахтелеком или Kar-Tel, Kcell не предоставляет услуги фиксированного ШПД и не имеет собственной междугородней магистральной сети. При том, что компания располагает оптоволоконной сетью протяженностью 900 км внутри больших городов, она в прошлом использовала в основном сети Казахтелеком в более мелких городах, а также для междугородней передачи данных. Для того чтобы удовлетворить растущий спрос на услуги передачи данных, Kcell заключил 10-летний контракт с Казахтелеком для междугородней передачи данных с фиксированным размером ежегодных выплат в Т4,16-4,92млрд с растущей пропускной способностью с 8Gbps в 2012 г. до 100Gbps в 2020 г. С целью уменьшения зависимости Kcell от Казахтелеком, TeliaSonera в августе приобрела 20% долю в другом операторе

**Рисунок 14. Рост г/г**



Источник: Данные компании

**Рисунок 15. Прибыльность**



Источник: Данные компании

междугородней передачи данных, Kaztranscom. TeliaSonera также приобрела компанию Alem Communications, оператора сетей WiMAX в шести крупнейших городах, чтобы получить доступ к совместимым с LTE радиочастотам. Компании TeliaSonera и Kcell заключили соглашение о праве TeliaSonera продать и праве Kcell купить долю в Kaztranscom и компанию Alem Communications в будущем.

### Финансовые показатели

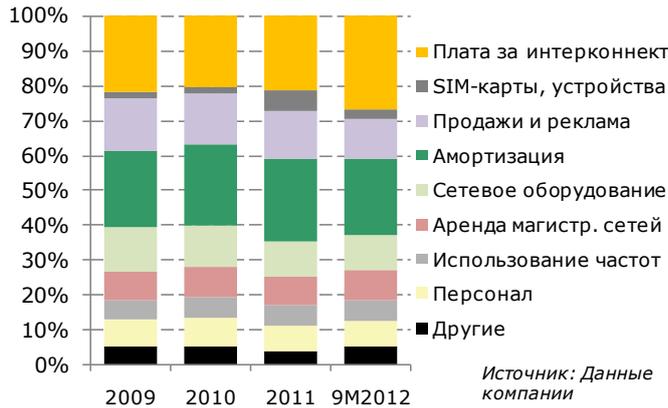
Kcell продемонстрировал впечатляющие показатели роста доходов и высокой прибыльности в 2010 и 2011 годах, когда продажи выросли на 17% и 17,2%, соответственно (Рис. 14). С 2009 по 2011 год маржа ЕБИТДА компании выросла с 54,2% до 59,2%, маржа прибыли – с 33,1% в 2009 до 37,4% в 2011 г., а доходность на капитал – с 44% в 2009 до 55,6% в 2011 г. (Рис. 15). По данным показателям компания заметно обходит своих конкурентов (Рис. 16). В части генерации денежных потоков, Kcell также выделяется на фоне всей отрасли.

**Рисунок 16. Показатели прибыльности и денежных потоков, на 2011 г.**

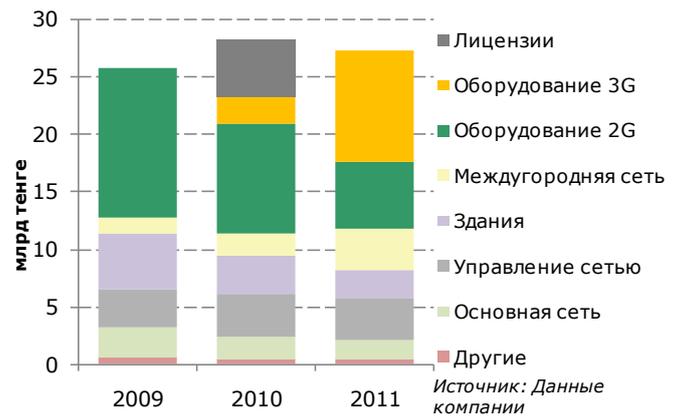
	Маржа ЕБИТДА	Маржа прибыли	(ЕБИТДА-СapEx) / Доход
KCell	59.2%	37.4%	43.9%
Kar-Tel	47.8%		15.8%
MTS Россия	42.6%	13.2%	21.5%
Beeline Россия	40.2%		18.0%
Tele2 Россия	39.1%		21.5%
MegaFon Россия	41.4%	18.2%	12.9%
Turkcell	32.7%	12.6%	13.6%

Самой большой статьей расходов являются расходы на интерконнект, амортизация, а также расходы на продажи и рекламу (Рис. 17). Размер данных статей относительно объема дохода в 2009-2011 гг. либо снизился, либо не изменился, за исключением статьи "расходы на SIM-карты, скретч-карты, подключение в пакете с аппаратом", которые выросли с 1% в 2009 г. до 3,2% общего дохода в 2011 г. Рост был связан с пилотной кампанией Kcell по продаже долгосрочных контрактов подключения в пакете с мобильными устройствами и USB-модемами. Данные программы направлены на увеличение числа пользователей услуг передачи данных.

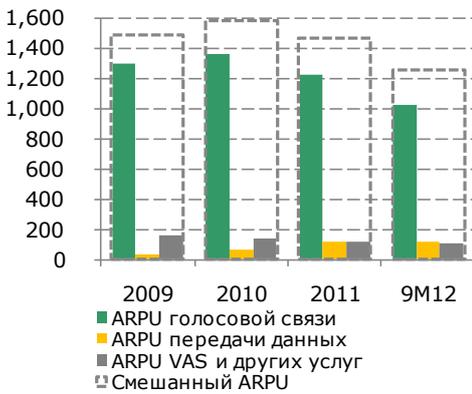
**Рисунок 17. Структура расходов**



**Рисунок 18. Капиталовложения**



**Рисунок 19. ARPU**



Самую большую долю капиталовложений занимает закупка сетевого оборудования 2G и 3G. К 2011 году компания достигла полного покрытия территории страны сетью 2G и сфокусировалась на расширении сети 3G. В 2011 г. инвестиции на оборудование 3G превысили инвестиции на 2G и стали самой крупной статьёй капитальных вложений (Рис. 18). Единовременные инвестиции Т5млрд в 2010 г. являлись платой регулятору за лицензию 3G. Инвестиции в магистральную сеть выросли вследствие роста спроса на передачу данных. Вложения в недвижимость снизились в 2011 г. после завершения ремонта офисов компании.

В 2012 г. в компании, которая демонстрировала отличные финансовые показатели в предыдущие годы, обнаружилось слабое место вследствие усиления конкуренции.

В прошлом году доход вырос всего лишь на 1,8% г/г, по данным компании. Совокупный ARPU уменьшился с 1472 тенге в 2011 г. до 1252 в 2012 г. по причине ускорения снижения ARPU от голосовой связи (Рис. 19). Снижение доходов от голосовой связи стало результатом снижения цен в ответ на агрессивную ценовую политику Tele2.

Рост ARPU от передачи данных замедлился до 1,5% г/г за 9M2012 со 100% в 2010 и 66.7% в 2011 годах, судя по данным компании. Одной из возможных причин снижения является внедрение государственными органами систем фильтрации трафика. Компания предполагает, что внедрение фильтров снизило скорость передачи данных, уменьшило объем трафика и ограничило доходы от пользователей, оплачивающих услугу по мере потребления. В будущем фильтры трафика не должны сказаться на росте ARPU от передачи данных, сообщила компания.

Усиление конкуренции сказалось на росте расходов на интерконнект. Рост доли абонентской базы конкурентов вызвал рост количества звонков абонентов Kcell вне сети. В итоге EBITDA снизилась в 2012 г. на 4,8%, а прибыль – на 7,5%.

Расходы на амортизацию оставались в пределах 12,7-13,1% от

доходов в 2009-2012 гг., согласно данным компании. PwC сообщила в своем отчете<sup>13</sup> о том, что мобильные операторы в США были вынуждены списать часть оборудования сетей 3G, так как оно устарело раньше планируемого срока вследствие внедрения 4G. По нашему мнению, существует вероятность того, что мобильные операторы Казахстана также столкнутся с данной проблемой. Кроме того, размер списаний может быть более значительным для казахстанских операторов в виду того, что Казахстан, на наш взгляд, отстает от развитых стран по части внедрения 3G. С другой стороны отставание дает операторам развивающихся стран запас времени на выработку более удачной стратегии с учетом опыта операторов развитых стран.

### **Дивидендная политика**

Kcell выплачивала в виде дивидендов около 100% прибыли 2009-2011 годов (Рис. 20). После приобретения компанией TeliaSonera 49%-доли Kcell объявила дивиденд в размере Т49млрд в первой половине 2012 года, до преобразования ТОО "GSM Казахстан ОАО "Казахтелеком" в АО "Kcell". Таким образом, коэффициент выплаты дивидендов за 1П2012 составил 167%. Данный дивиденд был распределен между Fintur Holdings, TeliaSonera и Казахтелеком. Из Т116млрд дивидендов, объявленных за полный 2011 год и 1П2012, Т48млрд были выплачены в течение первых девяти месяцев 2012 г. Оставшиеся Т68млрд перешли из нераспределенной прибыли в счета к оплате. В результате капитал компании снизился со Т120млрд в декабре 2011 г. до Т66млрд в декабре 2012 г. Обязательства компании выросли с Т25млрд до Т83млрд на конец 2012 г.

Накопленная к середине 2012 г. прибыль, до конвертации в АО, которая не была объявлена в качестве дивидендов, была конвертирована в уставной капитал компании.

Руководство Kcell планировало выплатить оставшуюся долю объявленного дивиденда двумя частями. Первая часть в Т60млрд была выплачена до конца прошлого года. Для финансирования выплаты руководство подписало два соглашения о заемном финансировании в местной валюте по ставке 4,6% в объеме Т30млрд и по ставке 3,85% в объеме Т15млрд, которое доступно компании до 26 сентября 2013 г. с возможностью пролонгации на один год. Для обоих контрактов также применяется разовый транзакционный платеж в 1% от суммы. Вторая часть дивидендов, согласно плану компании, будет выплачена в начале 2013 года и будет профинансирована за счет операционных денежных

---

<sup>13</sup> No wires attached, Changes and trends in the North American wireless industry, A survey for 2011, PricewaterhouseCoopers

поступлений 2013 года. Компания планирует поддерживать в долгосрочной перспективе структуру капитала в соответствии с коэффициентом Net Debt / EBITDA, находящемся в целевом диапазоне 0,5-0,9х.

Руководство планирует, но не гарантирует, выплатить в середине 2013 г. в качестве дивидендов 100% прибыли за вторую половину 2012 г., 162 тенге на акцию, а также выплачивать как минимум 70% прибыли в последующие годы. В планах руководства распределять лишний капитал между акционерами для удержания коэффициента Net Debt / EBITDA в диапазоне 0,5-0,9х.

#### Рисунок 20. Выплата дивидендов

млрд тенге

Период	2009	2010	2011	1П2012	2П2012*	2013*
Чистая прибыль	43.2	54.8	66.9	29.4	31.5	62.1
Коэф. выпл. дивид.	96%	106%	100%	167%	100%	70%

Период	2009	2010	2011	2012	2013*
Выплата дивид.	40.4	41.6	58.0	107.9	39.5
TeliaSonera, Fintur	20.6	21.2	29.6	73.2	31.6
Казахтелеком	19.8	20.4	28.4	34.7	0.0
Миноритарии	0.0	0.0	0.0	0.0	7.9

	2012
Привлечение долгового финансирования	45.0
Net Debt / EBITDA	0.5x

\*прогноз

#### Руководство

Высшее руководство Kcell имеет большой опыт работы на рынке телекоммуникаций, как в Казахстане, так и за рубежом. Генеральный директор компании Вейсел Арал имеет более 23-х лет опыта работы с такими компаниями, как Ericsson и Turkish National Railways. Финансовый директор компании Бауржан Аязбаев имеет опыт работы более 12 лет в финансах и бухгалтерии в PricewaterhouseCoopers и PetroKazakhstan Oil Products. Директор по развитию бизнеса Нурлан Саргаскаев имеет опыт работы более 18 лет на рынке мобильной связи.

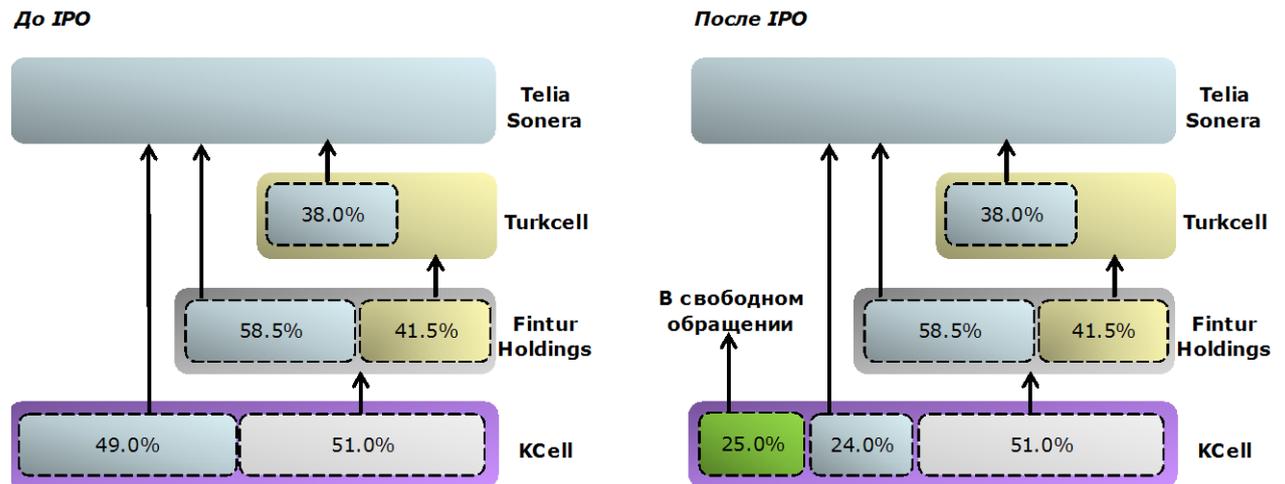
#### Сделка с Казахтелеком

В феврале 2012 г. Казахтелеком продал TeliaSonera свою долю в 49% в Kcell за \$1519млн. Решение продать, на наш взгляд, было принято в правильное время и является частью стратегии Казахтелеком по продаже активов, которые компания считает неосновными. Следуя данной стратегии, Казахтелеком продал в 2010 г. компании Tele2 51%-ную долю в третьем крупнейшем сотовом операторе Neo, а также стремится продать другую дочернюю компанию - Nursat. Данная практика свидетельствует о желании руководства компании (а возможно и правительства) упорядочить структуру группы и улучшить эффективность работы компании. Позднее, в мае, Казахтелеком выплатил полностью всю выручку от продажи Kcell в виде специального дивиденда.

## Выход на IPO

В декабре 2012 г. TeliaSonera продала 25% минус одна акция Kcell на фондовых биржах KASE и LSE, что было обязательным условием продажи доли Казахтелеком в начале того же года. Если до IPO совокупная доля TeliaSonera в капитале компании составляла 86,9%, то после IPO она была снижена до 61,9% (Рис. 21).

Рисунок 21. Структура собственности до и после IPO



По условиям сделки с Казахтелеком TeliaSonera была обязана выплатить положительную разницу между ценой Kcell по IPO и ценой при продаже доли Казахтелеком по размещенным на бирже 25%. Однако акции были размещены по цене в \$10,5 за ГДР или 1575 тенге за акцию, по нижней границе объявленного ранее диапазона цены размещения и намного ниже цены при продаже доли Казахтелеком. По оставшимся у TeliaSonera 24% акций государственный оператор может также получить положительную разницу между средней рыночной ценой после 90 дней торгов и ценой акций компании при продаже своей доли, но, по мнению Казахтелеком вероятность получения дополнительной выплаты очень низка. На 31 января 2013 г. цена акций Kcell достигла \$13 на LSE и 1892 тенге на KASE.

## Регулирование

### Институты

Телекоммуникационная отрасль в Казахстане регулируется двумя государственными органами, Комитетом Коммуникации и Информатизации (ККИ) Министерства Транспорта и Коммуникаций (МТК) и Агентством по Защите Конкуренции (АЗК).

МТК было создано в январе 2012 г. в результате государственной реорганизации, когда Министерство Связи и Информации было объединено с Министерством Транспорта. ККИ приняло на себя регулирующие и надзорные функции

Министерства Связи и Информации, которое в свою очередь было создано на базе Агентства по Информатизации и Связи в 2010 г.

МТК является частью правительства Республики Казахстан и финансируется из Республиканского бюджета. Министр назначается Президентом Республики Казахстан.

В сфере телекоммуникаций основной миссией МТК является удовлетворение потребностей населения услугами связи через повышение уровня конкуренции и развитие инфраструктуры. МТК имеет целевые показатели для проникновения мобильной связи и ШПД, определенные в «Стратегическом плане» МТК на 2011-2015 гг.

В функции МТК входит выпуск лицензий и разрешений на использование радиочастот мобильным операторам с правом приостановления действия или отзыва лицензии. МТК также может влиять на ценовую политику операторов связи. К примеру, в 2010, 2011 и 2012 годах, Kcell добровольно снизила ставки интерконнекта после переговоров с МТК.

Мобильные операторы в разной степени зависят от доступа к кабельным каналам связи Казахтелеком. Так как регулирование МТК требует от Казахтелеком, считающейся монополией, предоставления доступа к данным ресурсам, регулирование может также повлиять на развитие междугородней оптоволоконной сети мобильных операторов.

В то время как МТК исполняет политику регулирования, Агентство по защите Конкуренции осуществляет анализ и экспертизу различных отраслей на предмет обнаружения фактов недобросовестной конкуренции таких, как злоупотребление доминирующим положением, нарушение антимонопольного законодательства или на предмет недостаточного уровня конкуренции. В случае если АЗК обнаружит подобный факт, МТК должно отреагировать на заключение АЗК. Агентство также может инициировать административные меры в отношении телекоммуникационного оператора на основе собственного заключения.

Как сам Министр, так и Председатель ККИ в прошлом занимали руководящие должности в Казахтелеком. Министр Аскар Жумагалиев занимал пост председателя правления Казахтелеком в 2006-2010 гг. Председатель ККИ Ризат Нуршабеков работал в качестве Директора по Развитию Бизнеса Казахтелеком в 2006-2010 гг.

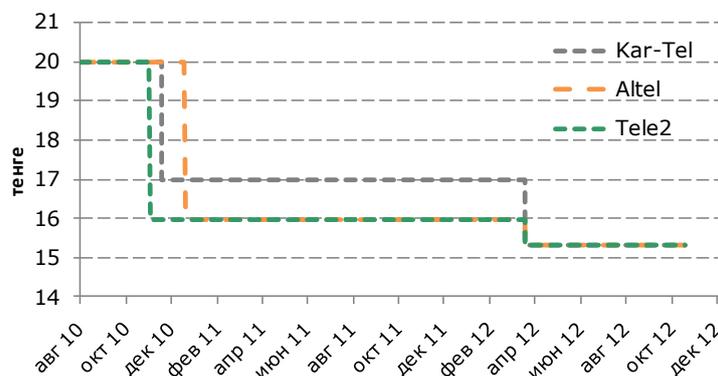
### ***Регулирование цен и ставки интерконнекта***

В ведение МТК входит регулирование цен естественных монополий. Регулятор располагает такими инструментами, как установление максимальных лимитов цен, определение размеров единиц тарификации, регулирование ставки интерконнекта, и т.д. МТК планирует проанализировать механизм формирования цен на соответствие нормативным

актам по правилам ценообразования, что может привести к снижению максимальных лимитов цен. Однако, по словам Председателя ККИ, необходимость устанавливать максимальные лимиты цен может исчезнуть вследствие того, что цены уже находятся на уровне значительно ниже максимальных лимитов из-за возросшей благодаря выходу Tele2 конкуренции.

В 2010-2012 гг. работа МТК была сконцентрирована на снижении ставки интерконнекта, которая в Казахстане напрямую не регулируется, в отличие от большинства европейских стран. Ставка интерконнекта почти не изменялась на протяжении многих лет до 2010 г. и была снижена операторами на 15-20% с ноября 2010 г. по январь 2011 г. после переговоров с МТК (Рис. 22). На данный момент максимальная ставка интерконнекта равняется 15,3 тенге. В декабре 2012 г. МТК объявило о достигнутом с операторами соглашении по дальнейшему снижению ставки интерконнекта ежегодно на 15% в течение следующих трех лет.

**Рисунок 22. Ставки интерконнекта Kcell с другими операторами**



Источник: Данные компании

Оба лидера рынка, Kcell и Beeline, применяют максимальную ставку интерконнекта в 15,3 тенге в качестве барьера, направленного против более мелких конкурентов. Altel и Tele2 используют между собой ставку интерконнекта в 5 тенге. АЗК считает, что между всеми операторами должна использоваться единая ставка интерконнекта.

АЗК выпустил заключение о доминирующем положении на рынке для включения Kcell и Beeline в Государственный реестр. В случае если эти два оператора будут включены в Государственный реестр, их ставки интерконнекта подпадут под прямое регулирование МТК. Иначе ставка интерконнекта может быть снижена только по итогам переговоров МТК с операторами. Kcell и Beeline решили оспорить решение АЗК, и рассмотрение данного вопроса происходит в суде.

Помимо снижения ставки интерконнекта, регулятор снизил размер единицы тарификации до минимального уровня. Единица тарификации голосовой связи была снижена с 10 секунд до 1 секунды в феврале 2011 г., а единица тарификации передачи данных была снижена с 10КБ до 1КБ в январе 2012 г.

## **Лицензирование**

В функции МТК входит выдача лицензий телекоммуникационным операторам на использование радиочастот и определенных технологий. В прошлом лицензии выдавались на 15 лет, но после изменений в законодательстве лицензии выдаются на неопределенный срок.

Следующей технологией, на которую мобильные операторы стремятся получить лицензию, является лицензия на LTE. Единственной компанией, которая уже располагает лицензией на LTE, остается Казахтелеком. Вопрос стоимости и распределения лицензий на LTE для других операторов все еще остается открытым. Однако мы считаем, что стоимость не должна превысить Т5млрд, так как МТК не преследует цели получить максимальную прибыль от продаж лицензий, как это было раньше, когда лицензии выдавались по итогам аукциона.

Основной проблемой выдачи дополнительных лицензий LTE остается недостаток свободных радиочастот. МТК готово предоставить радиочастоту 2,5ГГц, но мобильные операторы не могут позволить себе использовать данные радиочастоты, так как это потребует более высоких затрат на оборудование. Операторы просят выделить частоты 700-900МГц, которые на данный момент используются аналоговым телевидением и аэронавигацией. МТК считает, что замена аналогового телевидения цифровым и разрешение вопроса взаимных помех с сигналами аэронавигации произойдет к 2015 г. До тех пор, по мнению МТК, выдача лицензий на LTE не представляется возможной. Кроме того, существует проблема с недостатком диапазон в 15МГц радиочастот, которые необходимы мобильным операторам. Однако МТК может попытаться разделить один диапазон в 15МГц между несколькими LTE-операторами, но данный вопрос требует проработки.

## **Судебные споры с регулятором**

Необходимо отметить о нескольких судебных спорах между Kcell и регулятором.

В первом споре АЗК обвинил Kar-Tel, Kcell и Tele2 в нарушении антимонопольного законодательства, потребовав от абонентов поддерживать определенный минимальный баланс на счету для доступа к услугам международного роуминга. В схожем судебном споре суд постановил Kar-Tel и Tele2 выплатить штраф в размере Т155млн и Т9млн, соответственно, которые, в отличие от Kcell, применяли данный лимит, как для абонентов предоплаты, так и для абонентов постоплаты. АЗК требовало взыскать с Kcell штраф в размере Т280млн, по сообщению пресс-службы агентства. Однако Kcell настаивает на том, что компания строго следовала письменному наставлению МТК применять минимальный лимит баланса для абонентов постоплаты для доступа к услугам роуминга. По сообщению компании, в августе 2012 г. Административный Суд г. Алматы вынес решение в пользу Kcell. Однако АЗК имеет право в

течение года подать апелляцию.

Во втором споре АЗК выдвинуло обвинение против Kcell в злоупотреблении своим доминирующим положением через установление завышенных цен на международный роуминг при использовании собственной сети абонентами российских операторов, находящихся в Казахстане. АЗК требовало взыскать штраф в Т15.8млрд плюс конфисковать "монополистический доход" от услуг роуминга в 2009 году в размере Т2.6млрд. В марте 2012 г. Kcell выиграла слушания. В течение года за АЗК все еще остается право подать запрос прокурору с просьбой снова привлечь компанию к ответственности.

АЗК выпустило заключение о включении Kcell и Kar-Tel в государственный реестр как компании, занимающие доминирующее положение на рынке. Если Kcell останется в государственном реестре, ставки интерконнекта подпадут под прямое регулирование МТК. Специализированный межрайонный экономический суд г. Астана вынес решение в пользу АЗК по части услуг интерконнекта. Kcell подал апелляцию в Суд Города Астана, который постановил Министерству Юстиции провести экспертизу по данному вопросу. Рассмотрение данного дела еще не завершено.

АЗК инициировало экспертизу, злоупотребил ли Kcell доминирующим положением на рынке, устанавливая размер комиссионных платежей компаниям по приему платежей за услуги мобильной связи в зависимости от объема собранных платежей. Потенциальный размер штрафа равняется 10% дохода, полученного в течение периода, когда действовала данная схема комиссий, плюс конфискация "монополистического дохода" в течение того же периода. Руководство компании не представило оценку размера возможного штрафа.

### ***Требования для вступления в ВТО***

На фоне переговоров Казахстана о вступлении в члены Всемирной Торговой Организации Председатель ККИ выделил следующие два требования, выставленные ВТО, касательно отрасли телекоммуникаций. Во-первых, Казахстан должен убрать некоторые ограничения для спутниковых операторов. Во-вторых, в течение двух лет после вступления в ВТО Казахстан должен отменить ограничение по иностранному участию в операторах междугородней магистральной связи для всех компаний за исключением Казахтелеком. Текущее ограничение равняется 49% капитала. Мобильные операторы не подпадают под определение операторов междугородней магистральной связи.

Председатель ККИ также отметил вероятность возникновения требования о независимости регулятора телекоммуникационной отрасли. Сегодня регулятор не обладает такой независимостью, как, к примеру, Ofcom,

британский регулятор телекоммуникационной отрасли, который подотчетен Парламенту и не имеет над собой прямого надзора. При том, что требование о независимости регулятора телеком не было включено в число требований о вступлении в ВТО, Европейский Банк Реконструкции и Развития (ЕБРР) поднимал данный вопрос, так как он имеет инвестиционные программы, связанные с телекоммуникационной отраслью.

### **Операционные и финансовые предположения**

С целью прогнозирования операционных и финансовых показателей мы сконцентрировались на следующих ключевых драйверах дохода:

- 1) Проникновение мобильной связи в Казахстане;
- 2) Доля рынка Kcell;
- 3) ARPU в разрезе голосовой связи, передачи данных, VAS- и прочих услуг.

В нашей модели уровень проникновения мобильной связи растет по ставке CAGR на уровне 2% в 2013-2016 гг., достигнув пика в 185 подключения на 100 человек в 2015 г., немногим выше распространенного, по мнению некоторых аналитиков<sup>14</sup>, уровня насыщения. Впоследствии удешевление связи и внедрение MNP должно уменьшить число абонентов, использующих несколько SIM-карт. По нашему сценарию Tele2 удастся и дальше наращивать долю рынка за счет Kcell и Beeline, захватив 20% к 2016 г. В результате, абонентская база Kcell растет по ставке CAGR в 2,7% в 2013-2016 гг., исходя из правила 6-месячной активности.

ARPU голосовой связи снижается по ставке CAGR в 7,6% в 2013-2016 гг. вследствие усиления конкуренции и «каннибализации» со стороны голосовых решений на базе интернет. ARPU передачи данных растет по ставке CAGR в 12,4% за тот же период вследствие роста спроса на мобильный ШПД при высоком уровне конкуренции с локальными беспроводными сетями. ARPU VAS- и прочих услуг снижается по ставке CAGR в 7% в 2013-2016 гг.

На базе сделанных предположений был составлен прогноз финансовых показателей компании (Рис. 23), с деталями которых можно ознакомиться в приложениях 1 и 2.

---

<sup>14</sup> *Russia hits mobile saturation point*, Wireless Intelligence, <https://wirelessintelligence.com/analysis/2012/06/russia-hits-mobile-saturation-point/339/>, выборка на 3 сентября 2012 г.

**Рисунок 23. Прогноз показателей**

	2009Ф	2010Ф	2011Ф	2012Ф	2013П	2014П	2015П	2016П	CAGR '13-'16
Проникновение моб. связи	96.23	107.63	130.77	169.59	178.07	183.41	185.25	183.40	2.0%
Доля абонентской базы	48.8%	49.6%	48.3%	46.9%	45.9%	45.9%	45.5%	45.5%	
Абонентская база, тыс.	7,165	8,922	10,850	13,462	14,041	14,679	14,917	14,990	2.7%
ARPU голосовой связи	1,298.00	1,363.00	1,227.00	1,005.48	884.83	805.19	756.88	734.17	-7.6%
ARPU передачи данных	36.00	72.00	120.00	128.57	154.29	177.43	195.17	204.93	12.4%
ARPU VAS- и проч. услуг	159.00	145.00	125.00	113.66	105.70	98.30	91.42	85.02	-7.0%
Совокупный ARPU	1,492.11	1,579.83	1,472.23	1,252.00	1,144.82	1,080.93	1,043.48	1,024.13	-4.9%

Для прогноза размера себестоимости продукции за исключением амортизации мы постепенно снижаем процент себестоимости без амортизации от доходов с 29,4% в 2013 г. до уровня 26,7% в 2016 г., среднего значения в период 2009-2011 гг., подразумевая, что расходы на интерконнект будут снижаться по мере снижения максимальной ставки интерконнекта.

Сумма общих административных расходов, расходов на продажу и рекламу составляет 16,3% от доходов в 2013 г. и растет по 2 процентных пункта каждый год по мере того, как усиление конкуренции вынудит компанию тратить больше на удержание существующих и привлечение новых клиентов.

Касательно капиталовложений, мы ожидаем, что Kcell сократит инвестиции в сеть 2G вследствие почти полного покрытия населения, а также начнет снижать инвестиции в 3G. Мы включили в наш прогноз приобретение лицензии 4G в 2015 г. по стоимости в 5 млрд, по цене, которую Kcell заплатил за лицензию 3G и которую Казахтелеком должен заплатить за лицензию 4G. Мы также включаем в прогноз приобретение Kcell у TeliaSonera доли в Kaztranscom в 2013 г., так как вследствие роста спроса на пропускную способность каналов связи компании потребуется альтернативный магистральный оператор. Кроме того, мы включаем в прогноз покупку Alem Communications в 2014 г. с целью доступа к радиочастотам WiMAX, совместимых с 4G перед началом внедрения, что объясняет единовременный скачок капиталовложений. Мы прогнозируем инвестиции в LTE, начиная с 2015 г.

### **Предположения по дивидендам**

Согласно нашей модели, в случае если компания будет выплачивать 70% прибыли в качестве дивидендов, начиная с 2013 г., коэффициент Net Debt-to-EBITDA будет оставаться ниже целевого диапазона в 0,5х-0,9х. Из этого исходит то, что компания может позволить выплачивать в качестве дивидендов больше 70% прибыли.

### **Оценка**

Для оценки рыночной стоимости компании Kcell, мы используем три метода: модель дисконтирования денежных потоков (DCF), модель дисконтирования дивидендов (DDM) и метод сравнительной оценки.

### Модель DDM

В нашей DDM-модели мы используем безрисковую ставку 4,9%, риск-премию в 7,5% и бету в 1,2. В итоге мы получаем стоимость капитала на уровне 13,9%, сравнимую с другими аналогичными компаниями, судя по данным Bloomberg.

Мы предполагаем коэффициент выплаты дивидендов равный 100% чистой прибыли за вторую половину 2012 г., 80% прибыли в течение следующих двух лет и 90% прибыли 2015 и 2016 годов. Прогноз величины непрерывного роста дивидендов после 2016 г. на уровне 1,5% стал результатом применения в 2016 году P/E мультипликатора на уровне 7,4x. В итоге модель оценки стоимости акций по DDM равняется \$12,3 за ГДР<sup>15</sup>.

#### Рисунок 24. Модель DDM

<i>В млн тенге</i>	
Ставка капитала	13.9%
Рост чистой прибыли после 2016 г.	1.5%
NPV дивидендов 2012-2016 гг.	157,601
Остаточная стоимость	355,448
Приведённая остаточная стоимость	213,542
Подразумеваемый 2016 P/E мультипликатор	7.4x
<b>Рыночная стоимость, млн тенге</b>	<b>T 371,142</b>
<b>Рыночная стоимость, млн USD</b>	<b>\$ 2,463</b>
Количество акций, млн	200
<b>Справедливая стоимость акции</b>	<b>\$ 12.3</b>

Источник: оценка ХФ

		Ставка капитала				
		11.9%	12.9%	13.9%	14.9%	15.9%
Рост прибыли после 2016 г.	-1.5%	12.3	12.3	10.8	10.2	9.6
	-0.5%	12.9	12.0	11.2	10.5	9.9
	0.5%	13.6	12.6	11.7	11.0	10.3
	1.5%	14.5	13.3	12.3	11.5	10.7
	2.5%	15.6	14.2	13.0	12.0	11.2
	3.5%	16.9	15.2	13.8	12.7	11.8
	4.5%	18.5	16.5	14.9	13.5	12.4

Источник: оценка ХФ

### Модель DCF

В DCF-модели мы используем стоимость капитала в 13,9% и стоимость долга в 4,6%, по которой компания привлекла долг в 2012 г. В качестве долгосрочного коэффициента долг на капитал мы используем величину в 26,7%, среднее значение данного показателя в 2012-2016 гг. Оценка справедливой стоимости акций компании по DCF-модели равняется \$14,8 за ГДР.

<sup>15</sup> Коэффициент конвертации простых акций Kcell в ГДР один к одному.

**Рисунок 25. Модель DCF**
*В млн тенге*

Средневзвешенная ставка капитала	11.1%
Рост выручки после 2016 г.	1.5%
Долгосрочный коэф. долг-на-капитал	26.7%

**NPV свободных денежных потоков T 153,605**

Остаточная стоимость в 2016 г.	T 487,318
Приведённая остаточная стоимость	<b>T 338,709</b>
Подразумеваемый 2016 EV/EBITDA	5.2x

**Стоимость компании T 492,314**

Чистый долг	T 45,916
-------------	----------

**Рыночная стоимость, млн тенге T 446,398**
**Рыночная стоимость, млн USD \$ 2,962**

Количество акций, млн	200
-----------------------	-----

**Справедливая стоимость акции \$ 14.8**

Источник: Оценка ХФ

(млн USD)		Средневзвешенная ставка капитала				
		9.1%	10.1%	11.1%	12.1%	13.1%
Рост прибыли после 2016 г.	-1.5%	14.3	13.0	11.9	10.9	10.1
	-0.5%	15.5	13.9	12.7	11.6	10.7
	0.5%	17.0	15.1	13.6	12.4	11.4
	1.5%	18.8	16.6	14.8	13.4	12.1
	2.5%	21.3	18.4	16.2	14.5	13.1
	3.5%	24.6	20.8	18.0	15.9	14.2
	4.5%	29.4	24.1	20.4	17.6	15.5

Источник: оценка ХФ

**Сравнительная оценка**

Для оценки справедливой стоимости акций Kcell методом сравнительной оценки, исходя из показателей аналогичных компаний на развивающихся и развитых рынках<sup>16</sup>, мы выбрали два мультипликатора - P/E и EV/EBITDA. Мы применяем дисконт в 20% к медиане P/E мультипликатора 2012 года, учитывая то, что казахстанские акции торгуются с дисконтом к акциям аналогичных компаний даже на российском рынке. В итоге, P/E мультипликатор в 8,3 выдает оценку стоимости акций на уровне \$17 за ГДР (Рис. 26). Для оценки по мультипликатору EV/EBITDA мы используем значение в 4,7x и получаем стоимость акций в \$14,2 за ГДР.

<sup>16</sup> Полный список выбранных для сравнения компаний можно найти в Приложении 9.

**Рисунок 26. Сравнительная оценка**

	EV/EBITDA			P/E		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Оцениваемый диапазон мультимпликатора P/E</b>						
Дисконт к медиане	0%	0%	0%	20%	20%	20%
Мультимпликатор	5.2	4.7	4.6	9.1	8.3	7.3
Чистая прибыль, млн. USD				446	412	403
EBITDA, млн. USD	702	668	681			
EV, млн USD	3,633	3,139	3,102			
Чистый долг, млн USD	(9)	305	219			
Справедл. стоим. компании, млн USD	3,642	2,834	2,882	4,054	3,401	2,945
Справедл. стоим. акции, USD	18.2	14.2	14.4	20.3	17.0	14.7

Источник: Bloomberg, оценка ХФ

Комбинированная оценка справедливой стоимости акций Kcell с применением веса в 33,3% к оценкам моделей DCF и DDM, а также веса в 16,7% для двух сравнительных методов дает нам оценку в \$14,2 за ГДР (Рис. 27).

**Рисунок 27. Комбинированная оценка**

	Оценка	Вес
DCF	\$ 14.8	33.3%
DDM	\$ 12.3	33.3%
Сравн. по P/E	\$ 17.0	16.7%
Сравн. по EBITDA	\$ 14.2	16.7%
<b>Комбинированная оценка</b>	<b>\$ 14.2</b>	

Основываясь на комбинированной оценке, мы получаем довольно высокую дивидендную доходность по акциям Kcell (Рис. 28), которая может стать фактором повышенного спроса на данный инструмент.

**Рисунок 28. Оценка дивидендной доходности относительно справедливой стоимости**

	2013	2014	2015	2016
Дивид. доходность	7.6%	10.0%	9.3%	8.8%

Для расчета 12-месячной целевой цены мы учитываем выплату ожидаемого в середине текущего года дивиденда в 162 тенге или \$1,08:

Справедливая цена	\$	14.2
Ожидаемый дивиденд	\$	1.1
Дивидендная доходность		8.3%
<b>12-мес. целевая цена</b>	<b>\$</b>	<b>15.1</b>
Потенциал роста		15.8%
<b>Общая 12-мес. доходность</b>		<b>24.1%</b>

В итоге мы рекомендуем 'Покупать' акции Kcell, которые, несмотря на почти непрерывный рост с момента размещения, все еще имеют потенциал роста, а также предлагают высокую дивидендную доходность в 8-10%.

## Приложения

### Приложение 1. Прогнозируемая финансовая отчетность

	2009 A	2010 A	2011 A	2012 A	2013 F	2014 F	2015 F	2016 F
<i>in KZT billions</i>								
<b>Income Statement</b>								
<b>Sales</b>	<b>130</b>	<b>152</b>	<b>179</b>	<b>182</b>	<b>189</b>	<b>186</b>	<b>185</b>	<b>184</b>
Cost of sales (excl. depreciation)	37	39	47	54	56	53	51	49
<b>Gross Profit</b>	<b>93</b>	<b>114</b>	<b>132</b>	<b>128</b>	<b>133</b>	<b>134</b>	<b>134</b>	<b>135</b>
SG&A (excl. depreciation)	23	26	26	28	31	34	38	41
Other operating (income)/expense	0	(0)	0	(0)	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>71</b>	<b>88</b>	<b>106</b>	<b>101</b>	<b>103</b>	<b>100</b>	<b>96</b>	<b>94</b>
Depreciation	17	20	23	23	25	26	32	31
<b>EBIT</b>	<b>54</b>	<b>68</b>	<b>83</b>	<b>78</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>65</b>	<b>63</b>
Financial expense	0	0	0	1	2	2	3	2
Financial (income)	(0)	(0)	(1)	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Pretax Income	54	69	84	77	76	71	62	60
Income taxes	11	14	17	16	15	14	12	12
<b>Profit</b>	<b>43</b>	<b>55</b>	<b>67</b>	<b>62</b>	<b>60</b>	<b>57</b>	<b>50</b>	<b>48</b>
<b>Balance Sheet</b>								
Cash	2	5	1	3	3	3	3	3
Short-term investments	0	0	0	0	0	0	0	0
Accounts receivable, net	13	9	14	16	15	15	15	14
Inventories	1	1	2	1	2	2	2	1
Other current assets	0	1	2	0	4	5	7	8
<b>Total Current Assets:</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>
PP&E, net	87	89	100	110	110	133	131	135
Other long-term assets	14	14	7	3	7	7	7	7
Intangibles	13	18	18	16	18	18	18	18
<b>Total Assets:</b>	<b>130</b>	<b>138</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>159</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>187</b>
Short-term debt	0	0	0	49	36	36	36	36
Accounts payable	20	13	12	28	16	16	17	18
Advances received	6	7	7	0	8	7	7	7
Other current liabilities	1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Current Liabilities:</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>77</b>	<b>60</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>62</b>
Long-term debt	0	0	0	0	0	15	10	10
Deferred tax liabilities	4	4	4	5	4	4	4	4
<b>Total Liabilities:</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>83</b>	<b>64</b>	<b>80</b>	<b>75</b>	<b>77</b>
Capital	4	4	4	34	34	34	34	34
Retained earnings	94	107	116	32	60	69	73	77
Non-controlling interests	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total Equity:</b>	<b>98</b>	<b>111</b>	<b>120</b>	<b>66</b>	<b>94</b>	<b>103</b>	<b>107</b>	<b>111</b>
<b>Total Liabilities and Equity:</b>	<b>129</b>	<b>136</b>	<b>144</b>	<b>150</b>	<b>159</b>	<b>183</b>	<b>183</b>	<b>187</b>

**Приложение 2. Финансовые показатели**

in KZT billions

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F
Sales	130	152	179	182	189	186	185	184
% growth		17.0%	17.2%	1.8%	3.8%	(1.4%)	(0.5%)	(0.8%)
Gross profit	93	114	132	128	133	134	134	135
% margin	71.7%	74.6%	73.7%	70.6%	70.6%	71.8%	72.3%	73.3%
EBITDA	71	88	106	101	103	100	96	94
% margin	54.2%	57.7%	59.2%	55.3%	54.3%	53.5%	52.0%	51.0%
% growth		24.6%	20.3%	(4.8%)	1.9%	(2.9%)	(3.3%)	(2.7%)
EBIT	54	68	83	78	78	74	65	63
% margin	41.3%	44.8%	46.4%	42.8%	41.2%	39.6%	35.0%	34.1%
% growth		27.1%	21.3%	(6.0%)	0.0%	(5.4%)	(12.0%)	(3.4%)
Profit	43	55	67	62	60	57	50	48
% margin	33.1%	35.9%	37.4%	34.0%	32.0%	30.7%	26.9%	26.3%
% growth		26.8%	22.1%	(7.5%)	(2.2%)	(5.5%)	(12.7%)	(3.3%)
<b>Rates of return</b>								
ROE	44.0%	49.2%	55.6%	93.4%	64.2%	55.5%	46.5%	43.6%
ROA	33.4%	39.6%	46.1%	41.3%	38.1%	31.2%	27.3%	25.8%
<b>Interest Coverage</b>								
EBITDA / Interest expense			n/a	195.1x	43.0x	42.4x	37.9x	38.6x
EBIT / Interest expense			n/a	151.0x	32.6x	31.4x	25.5x	25.8x
[EBITDA - Capex] / Interest expense			n/a	143.3x	30.4x	21.3x	26.2x	24.3x
<b>Liquidity</b>								
Current ratio	0.6x	0.8x	1.0x	0.3x	0.4x	0.4x	0.4x	0.4x
Quick ratio	0.5x	0.7x	0.8x	0.2x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
Cash ratio	0.1x	0.3x	0.1x	0.0x	0.1x	0.1x	0.1x	0.0x
<b>Activity</b>								
Net fixed assets turnover	1.5x	1.7x	1.8x	1.6x	1.7x	1.4x	1.4x	1.4x
Sales/Invested capital	1.3x	1.4x	1.5x	1.6x	1.5x	1.2x	1.2x	1.2x
Assets turnover	1.0x	1.1x	1.2x	1.2x	1.2x	1.0x	1.0x	1.0x
<b>Leverage*</b>								
Net debt / EBITDA	0.0x	-0.1x	0.0x	0.5x	0.3x	0.5x	0.4x	0.5x
Debt / Equity	0.0x	0.0x	0.0x	0.7x	0.4x	0.5x	0.4x	0.4x
Liabilities / Equity	0.3x	0.2x	0.2x	1.3x	0.7x	0.8x	0.7x	0.7x
Equity / Assets	0.8x	0.8x	0.8x	0.4x	0.6x	0.6x	0.6x	0.6x
<i>*all recorded at book value</i>								
<b>DuPont Analysis</b>								
Return on sales	33.1%	35.9%	37.4%	34.0%	32.0%	30.7%	26.9%	26.3%
Assets turnover	1.0x	1.1x	1.2x	1.2x	1.2x	1.0x	1.0x	1.0x
Assets leverage	1.3x	1.2x	1.2x	2.3x	1.7x	1.8x	1.7x	1.7x
Return on equity	44.0%	49.2%	55.6%	93.4%	64.2%	55.5%	46.5%	43.6%

**Приложение 3. Модель DCF**

	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F
<b>Estimated cash flows</b>					
Sales	T 182,004	T 188,917	T 186,269	T 185,301	T 183,773
Operating costs	104,102	110,990	112,538	120,443	121,108
EBIT	77,902	77,927	73,731	64,858	62,665
EBIT (1-t)	62,240	62,341	58,985	51,886	50,132
+ Depreciation	22,781	24,689	25,932	31,523	31,115
- Capital Expenditures	26,730	29,941	49,558	29,800	34,746
- Change in working capital	(300)	(443)	324	42	436
<b>Free cash flows to firm</b>	<b>58,591</b>	<b>57,532</b>	<b>35,034</b>	<b>53,568</b>	<b>46,065</b>
WACC	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%	11.1%
Discount factor	1.00	0.95	0.86	0.77	0.70
<b>Present value of FCF</b>	<b>0</b>	<b>50,028</b>	<b>30,057</b>	<b>41,369</b>	<b>32,022</b>
<b>NPV of free cash flows</b>	<b>T 153,477</b>				
Terminal value in 2016					T 487,318
<b>PV of the terminal value</b>	<b>T 338,758</b>				
<b>Enterprise Value</b>	<b>T 492,235</b>				
Net debt		T 45,916			
<b>Equity value (KZT mln)</b>	<b>T 446,319</b>				
<b>Equity value (USD mln)</b>	<b>\$ 2,962</b>				
Shares outstanding		200			
<b>Stock fair price</b>	<b>\$ 14.8</b>				

Source: Halyk Finance

**Приложение 4. Модель DDM**

	2012 A	2013 F	2014 F	2015 F	2016 F
<b>KCell total equity</b>					
Beginning balance	T 120,252	T 66,203	T 94,296	T 103,066	T 107,249
Net income	61,828	60,496	57,167	49,916	48,249
Dividends	32,403	48,397	45,733	44,924	43,424
Ending balance	66,203	94,296	103,066	107,249	110,574
<b>Assumptions</b>					
Net income growth rate	-7.5%	-2.2%	-5.5%	-12.7%	-3.3%
Net income growth rate after 2016					1.5%
Dividend payout ratio	100.0%	80.0%	80.0%	90.0%	90.0%
Cost of equity	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
Discount factor	0.95	0.83	0.73	0.64	0.56
Discounted value of dividend stream	30,710	40,270	33,410	28,814	24,453
<b>PV of 2012-2016 dividends</b>	<b>157,657</b>				
Terminal value of future dividends					355,448
<b>PV of terminal value</b>	<b>213,618</b>				
<b>Total equity value (in KZT mln)</b>	<b>T 371,275</b>				
<b>Equity value (in USD mln)</b>	<b>\$ 2,464</b>				
Shares outstanding		200			
<b>Stock fair price</b>	<b>\$ 12.3</b>				

Source: HF estimates

**Приложение 5. Сравнительная оценка**

Аналогичные компании	Тикер	Страна	Рыноч. капит. млрд. \$	EV млрд. \$	EV/EBITDA			P/E		
					2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Развивающиеся рынки</b>										
Mobile Telesystems	MTSS RM	Россия	17.6	24.2	4.7	4.7	4.5	11.0	5.8	5.1
MegaFon	MFON RU	Россия								
Vimpelcom	VIP US	Россия	19.5	45.6	5.5	4.7	4.6	12.1	10.5	9.1
China Mobile Ltd	941 HK	Китай	220.9	163.9	4.1	4.1	4.0	11.0	10.9	10.6
Sk Telecom, Co.	017670 KS	Юж. Корея	12.4	17.3	3.3	4.4	4.0	11.1	8.6	7.6
Turkcell	TCELL TI	Турция	13.7	11.8	6.7	6.7	6.0	12.0	11.1	10.5
Ethiad Etisalat	EEC AB	Сауд.Аравия	15.5	17.3	8.7	7.6	6.9	10.0	9.1	8.6
Total Access Communication	DTAC TB	Тайланд	6.9	7.0	7.9	8.0	7.3	17.7	17.0	14.4
National Mobile Telecommunications	NMTC KK	Кувейт	4.3	4.7	4.8	4.3	3.9	11.7	10.1	9.2
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>					6.4	6.3	5.8	12.1	10.4	9.4
<i>Медиана по развивающимся рынкам</i>					5.5	4.7	4.6	11.4	10.3	9.1
<b>Развитые рынки</b>										
Vodafone Group Plc	VOD LN	Великобрит.	133.8	180.5	7.9	7.8	8.7	11.2	11.6	10.8
Telefonica Sa	TEF SM	Испания	66.0	149.4	5.5	5.3	5.3	9.0	8.9	8.6
Deutsche Telecom	DTE GR	Германия	53.1	111.6	4.0	4.7	4.7	14.0	13.3	13.1
TeliaSonera	TLSN SS	Швеция	31.3	41.4	7.3	7.5	7.3	11.3	10.9	10.6
Telecom Italia	TIT IM	Италия	18.5	65.9	3.9	4.2	4.2	5.7	5.8	5.7
Swisscom Ag	SCMN VX	Швейцария	23.0	32.3	6.6	6.8	6.7	11.9	12.1	12.1
Belgacom	BELG BB	Бельгия	10.3	12.7	4.8	5.4	5.3	10.0	10.7	11.1
Tele2 Ab	TEL2B SS	Швеция	8.0	10.5	6.3	6.1	5.5	12.1	10.3	9.3
<i>Среднее по развитым рынкам</i>					5.8	6.0	6.0	10.7	10.4	10.2
<i>Медиана по развитым рынкам</i>					5.9	5.7	5.4	11.2	10.8	10.7
<b>Оцениваемый диапазон мультипликатора P/E</b>										
<i>Дисконт к медиане</i>					0%	0%	0%	20%	20%	20%
<i>Мультипликатор</i>					5.2	4.7	4.6	9.1	8.3	7.3
Чистая прибыль, млн. USD								446	412	403
EBITDA, млн. USD					702	668	681			
EV, млн USD					3,633	3,139	3,102			
Чистый долг, млн USD					(9)	305	219			
Справедл. стоим. компании, млн USD					3,642	2,834	2,882	4,054	3,401	2,945
Справедл. стоим. акции, USD					18.2	14.2	14.4	20.3	17.0	14.7

Источник: Bloomberg, оценка XФ

## Раскрытие информации

АО «Halyk Finance» (далее - HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2013, все права защищены.

### Макроэкономика

**Сабит Хакимжанов**, +7 (727) 244-6541  
[Sabitkh@halykbank.kz](mailto:Sabitkh@halykbank.kz)

**Мадина Курмангалиева**, +7 (727) 244-6984  
[MadinaK2@halykbank.kz](mailto:MadinaK2@halykbank.kz)

**Нурфатима Джандарова**, +7 (727) 330-0157  
[NurfatimaD@halykbank.kz](mailto:NurfatimaD@halykbank.kz)

### Долговые инструменты

**Ерулан Мустафин**, +7 (727) 244-6986  
[ErulanM@halykbank.kz](mailto:ErulanM@halykbank.kz)

**Сабина Амангельды**, +7 (727) 330-0153  
[SabinaA@halykbank.kz](mailto:SabinaA@halykbank.kz)

### Адрес:

Halyk Finance  
пр. Аль-Фараби, 19/1, "БЦ Нурлы-Тау", 3Б  
050013, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 (727) 244 6540  
Факс. +7 (727) 259 0593

[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

### Долевые инструменты

**Мариям Жумадил**, +7 (727) 244-6538  
[MariyamZh1@halykbank.kz](mailto:MariyamZh1@halykbank.kz)

**Мирангуль Маралова**, +7 (727) 244-6538  
[MiramgulM@halykbank.kz](mailto:MiramgulM@halykbank.kz)

**Бакай Мадыбаев**, +7 (727) 330-0153  
[BakaiM@halykbank.kz](mailto:BakaiM@halykbank.kz)

### Bloomberg

HLFN <Go>