

Немного о конкурентах

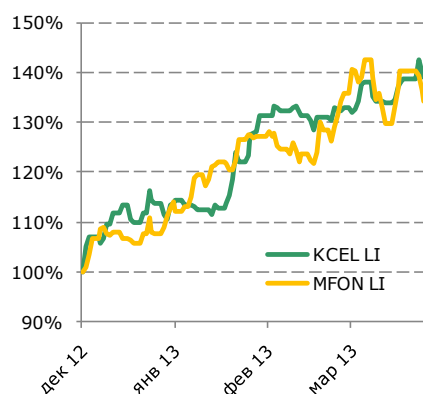
5 апреля 2013 г.

Бакай Мадыбаев
bakaim@halykbank.kz
+7(727)330 0153

GDR Kcell на LSE: Покупать	
Последняя цена (04.04.13)	\$ 14.6
Справедливая цена	\$ 14.2
Ожидаемый дивиденд	\$ 1.08
Дивидендная доходность	7.4%
12-мес. целевая цена	\$ 15.1
Потенциал роста	3.1%
Общая 12-мес. доходность	10.5%
Макс за 52-нед	\$ 15.0
Мин за 52-нед	\$ 10.5
Тикер	KCEL LI

Акции Kcell на KASE: Покупать	
Последняя цена (04.04.13)	KZT 2,170
Дисконт к низ. ликвидности	-1.5%
Справедливая цена	KZT 2,113
Ожидаемый дивиденд	KZT 162
Дивидендная доходность	7.5%
12-мес. целевая цена	KZT 2,235
Потенциал роста	3.0%
Общая 12-мес. доходность	10.5%
Макс за 52-нед	KZT 2,199
Мин за 52-нед	KZT 1,579
Тикер	KCEL KZ

Рис. 1. Динамика акций Kcell и Мегафон



Источник: Bloomberg

- 19 апреля Kcell планирует опубликовать результаты за первый квартал 2013 года, от которых мы сюрпризов не ожидаем. Кроме того, во втором квартале компания выплатит дивиденд в размере 162 тенге, или 7,4% от текущей цены.
- На прошлой неделе российский рынок мобильной связи застала врасплох новость о продаже Tele2 банку ВТБ. После ухода шведской телекоммуникационной группы из России, казахстанское подразделение становится вторым крупнейшим по количеству абонентов внутри группы Tele2. Руководство Tele2 уже заявило, что данная сделка позволит компании сконцентрироваться на других рынках, включая Казахстан. Однако мы не видим серьезной угрозы положению Kcell в ближайшей перспективе. Вероятность нового витка резкого снижения цен, по нашему мнению, низка, учитывая уже и без того агрессивную стратегию Tele2 и планы компании выйти на точку безубыточности во второй половине текущего года.
- Если ценовая конкуренция и усилится, то в большей степени между Tele2 и Кар-Тел (Beeline), учитывая то, что клиентская база Kcell остается наиболее лояльной. Кар-Тел в прошлом месяце отчитался о результатах прошедшего года, который стал для компании не самым удачным. Абонентская база в последнем квартале прошлого года не выросла, а доходы компании начали снижаться.
- Влияние Казахтелеком на рынок мобильной связи остается весьма ограниченным. Несмотря на эксклюзивный запуск сети высокоскоростного доступа в интернет по технологии LTE, целевая аудитория для компании ограничена пользователями планшетов и USB-модемов. Услуги LTE предоставляются без голосовых услуг до тех пор, пока компания не развернет с нуля собственную GSM-сеть.
- Несмотря на то, что после поступательного подъема котировок Kcell потенциал роста цены в значительной степени реализовался, мы считаем, что дивидендная доходность в 7.4% все еще остается фактором спроса на данный инструмент. Относительно стабильное и доминирующее положение компании на рынке не вызывает особого беспокойства, хотя и не представляет перспектив значительного роста. Таким образом, мы оставляем в силе рекомендацию 'Покупать' для акций Kcell.

Продажа Tele2-Россия

На прошлой неделе шведская группа Tele2 объявила о продаже своего подразделения в России финансовой группе ВТБ. Таким образом, мобильный оператор оценен по EV/EBITDA 4,9х. Сделка стала полным сюрпризом для конкурентов Tele2 в России. Узнав о продаже из СМИ, основной акционер оператора «ВымпелКом», компания «Альфа-групп», а позже и сам ВымпелКом совместно с крупнейшим оператором МТС выступили с альтернативным предложением выкупить актив по более высокой цене, на что шведская группа ответила отказом пересмотра транзакции. На текущей неделе сделка получила одобрение регулятора. Группа Tele2 получит от продажи \$2,4 млрд., из которых компания планирует направить \$1,88 млрд. на выплату держателям акций. Таким образом, от сделки в компании должно остаться около \$530 млн. Возникает вопрос: куда компания направит полученные деньги? Руководство Tele2 уже заявило, что выход из российского рынка позволит компании «сфокусироваться на основных рынках компании в Швеции, Нидерландах, Норвегии и Казахстане».

Компания Tele2 вышла на российский рынок позже трех крупнейших игроков, в 2001 году, в качестве оператора-дискаунтера - со стратегией, которая использовалась позже в Казахстане. Tele2 объявил миссию снизить цены для абонентов и потеснить занимавших доминирующее положение операторов Билайн, Мегафон и МТС. К концу 2012 года Tele2 занимал 10% рынка по числу абонентов. При этом оператор был представлен только в половине российских регионов, исключая Москву, что формально объяснялось отсутствием свободных радиочастот. Кроме того, в последние годы компании не выдавались лицензии на использование технологий мобильного широкополосного доступа в интернет (ШПД) поколений 3G и 4G, что является одним из ключевых факторов для развития оператора связи в эпоху замедления роста рынка голосовой связи и стремительного роста рынка передачи данных. Таким образом, по нашему мнению, уход Tele2 из России был скорее вынужденным.

Tele2 в Казахстане

Российский бизнес был ключевым для группы Tele2 как по абонентской базе, так и по доходу и прибыли (Рис. 2). После ухода Tele2 из России казахстанское подразделение в структуре группы станет вторым крупнейшим по количеству абонентов. Пока местное подразделение приносит группе одни убытки, но это соответствует плану компании по стремительному захвату рынка. Доля рынка Tele2 в Казахстане по количеству подключений выросла с 1,4% в 2010 г. до 13,1% в 2012 г. (Рис. 5). Компания нацелена на 30%-ую долю казахстанского рынка, но конкретный срок для данного плана не обозначен.

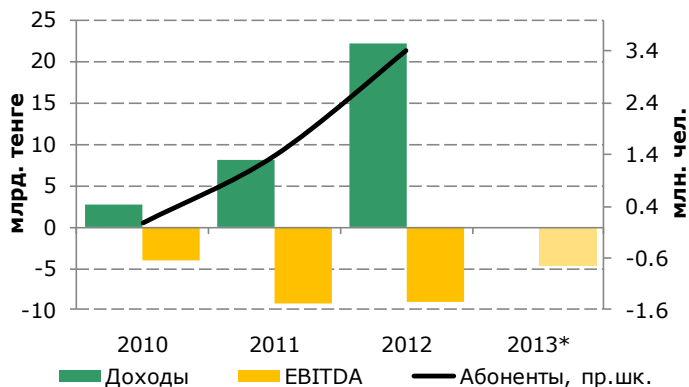
Рис. 2. Вклад в бизнес мобильной связи группы Tele2 в 2012 г.

	Абоненты	Выручка	ЕБИТДА	ЕБИТ
Россия	64%	38%	56%	76%
Швеция	11%	29%	34%	37%
Норвегия	3%	13%	2%	-5%
Литва	5%	4%	5%	5%
Латвия	3%	3%	4%	3%
Казахстан	10%	3%	-5%	-14%
Другие*	5%	10%	3%	-1%

* Германия, Голландия, Хорватия, Эстония

Tele2-Казахстан имеет отрицательную маржу (Рис. 3), но планирует выйти в ноль во второй половине 2013 г. По итогам всего года оператор прогнозирует ЕБИТДА в пределах отрицательных Т2,3-4,6 млрд. План довольно амбициозный, но он стал более осуществимым после снижения максимальных ставок на интерконнект на 15% с начала года (Рис. 4), которого добился регулятор после переговоров с операторами. В рамках соглашения максимальные ставки на интерконнект будут снижаться на 15% ежегодно в 2014-15 гг.

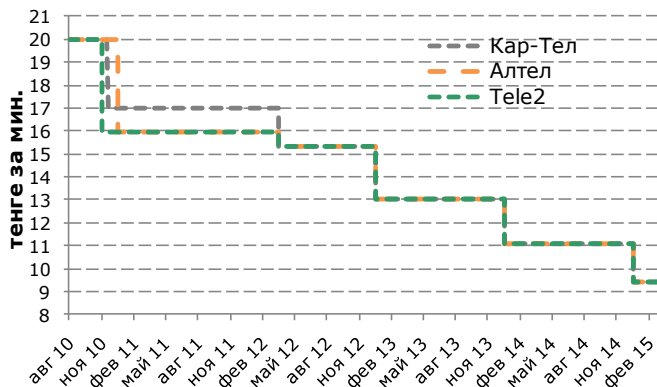
Рис. 3. Показатели Tele2-Казахстан



Источник: Данные Tele2

*Прогноз Tele2

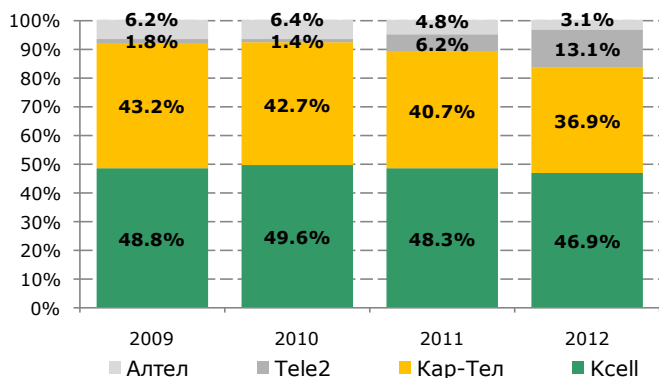
Рис. 4. Ставки на интерконнект Kcell для операторов



Источник: Данные компании

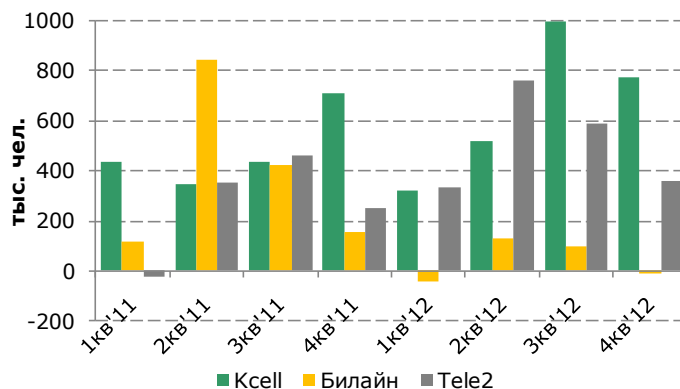
Темпы прироста абонентской базы Tele2 начали замедляться в конце прошлого года (Рис. 6). Очевидно, что эффект от значительного снижения тарифов начинает ослабевать, тем более, когда конкуренты ответили соразмерным снижением тарифов. Несмотря на это, мы считаем, что вероятность нового витка снижения тарифов низка, учитывая уже и без того агрессивную стратегию Tele2 и нацеленность компании выйти на точку безубыточности во второй половине текущего года. Даже если ценовая конкуренция и усилится, Kcell от нее пострадает меньше всех, на наш взгляд, учитывая опыт предыдущих двух лет, и основная борьба развернется снова между Tele2 и Кап-Тел (Beeline).

Рис. 5. Структура рынка в Казахстане



Источник: Данные Kcell

Рис. 6. Чистый приток абонентов

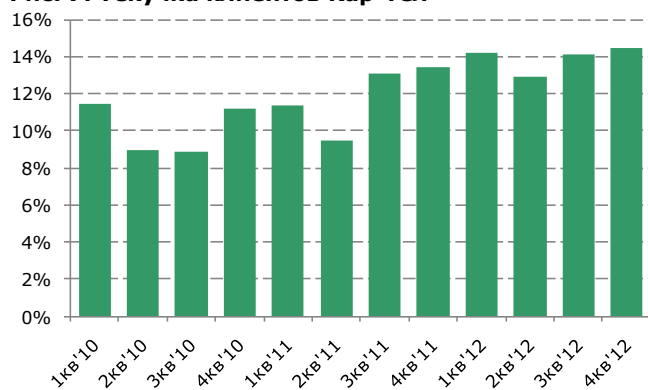


Источник: Данные компаний

Кар-Тел

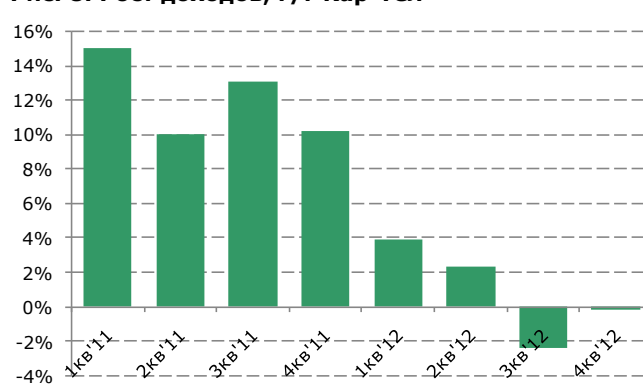
По данным за четвертый квартал компании ВымпелКом, казахстанское подразделение, компания Кар-Тел, в четвертом квартале зарегистрировало чистый отток абонентов в 7 тыс. человек (Рис. 6). Прошедший год для компании стал не совсем удачным. Доля Кар-Тел на рынке Казахстана сократилась с 40,7% до 36,9% (Рис. 5). Текучка клиентов (churn rate) продолжает постепенно расти (Рис. 7), а доходы компании во второй половине прошлого года снизились (Рис. 8). Компании хотя бы удалось удержать маржу EBITDA на прежнем уровне в 48%. Кроме того, положению компании не приносят пользу кадровые перемены. В январе в Кар-Тел снова сменился председатель правления, в четвертый раз за неполные три года. А во второй половине года головной офис компании был занят передислокацией в Астану, который, по некоторым данным, прошел не без потерь в кадровом составе.

Рис. 7. Текучка клиентов Кар-Тел



Источник: Данные компании

Рис. 8. Рост доходов, г/г Кар-Тел



Источник: Данные компании

Алтел

Подразделение мобильной связи Казахтелеком, компания Алтел, уже давно не влияет заметно на рынок мобильной связи. Доля рынка компании на конец прошлого года составила 3,1%. Согласно опубликованным вчера результатам Казахтелеком, доходы Алтел в 2012 г. упали на 15,9%. С декабря компания начала активно внедрять услуги мобильного доступа в интернет поколения 4G по технологии LTE. Однако до тех пор, пока компания не развернет с нуля свою сеть GSM,

услугами LTE могут пользоваться только пользователи планшетов и USB-модемов, что существенно ограничивает целевую аудиторию компании.

Регулирование

С 1 марта Министерство Транспорта и Коммуникаций (МТК) заключило снизить предельные цены на мобильную связь (Рис. 9). Билайн последовал заключению, а Kcell решил обжаловать заключение МТК. Мы считаем, что даже если Kcell согласится с заключением, эффект от снижения предельных тарифов будет незначительным.

Рис. 9. Снижение предельных тарифов, с учетом НДС

	Старые пред. тарифы	Новые пред. тарифы
Звонки внутри сети	T20,16/мин.	T16,80/мин.
Звонки вне сети	T39,20/мин.	T32,48/мин.
Доступ в Интернет	T24,64/МБ	T20,16/МБ

Цены на голосовые услуги и без того ниже предельных тарифов. Kcell и Activ предлагают совершать звонки по всем направлениям по 11 и 7 тенге в минуту, соответственно. Следовательно, снижение предельных тарифов не отразится на доходах Kcell от голосовой связи. Однако Kcell был бы вынужден снизить некоторые тарифы по доступу в Интернет. Цены на Интернет-трафик при оплате по мере потребления (PAYGO) были установлены на уровне предельных тарифов и теперь, по заключению МТК, должны быть снижены с T24,64 за МБ до T20,16 за МБ. Доля доходов от PAYGO составляет приблизительно 45% доходов от услуг по передаче данных или 4,5% от всех доходов компании в 2012 г. Мы считаем, что снижение тарифов PAYGO на 17%, если и произойдет, не окажет заметного влияния на доходы компании. Кроме того, Kcell преследует стратегию по переводу пользователей PAYGO на «пакетное потребление», которое абоненту обходится дешевле в пересчете на МБ, а компании приносит стабильные доходы, не зависящие от объемов потребляемого трафика.

Рекомендация

Во вторник акции Kcell поставили новый рекорд в \$14,95 за ГДР, хотя в четверг закрылись уже на уровне \$14,60. Напомним, что наша 12-месячная целевая цена составляет \$15,1 за ГДР. Несмотря на то, что 12-месячный потенциал роста цены акций в значительной степени уже реализовался, фактором спроса, на наш взгляд, остается высокая дивидендная доходность, которая до выплаты дивиденда в нынешнем году составляет около 7,4%. Таким образом, совокупная ожидаемая 12-месячная доходность составляет 10,5%. Кроме того, в последующие годы мы прогнозируем сохранение высокой дивидендной доходности на уровне 8-10%. Относительно стабильное и доминирующее положение компании на рынке не вызывает особого беспокойства, хотя и не представляет перспектив значительного роста. В итоге мы оставляем в силе нашу рекомендацию 'Покупать' акции Kcell. Мы также решили применить небольшой дисконт в 1,5% к оценке целевой цены акций на KASE в виду более низкой ликвидности по сравнению с ГДР. В результате целевая 12-месячная цена акций на KASE теперь равняется 2235 тенге.

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

Мадина Курмангалиева, +7 (727) 244-6984
MadinaK2@halykbank.kz

Нурфатима Джандарова, +7 (727) 330-0157
NurfatimaD@halykbank.kz

Долговые инструменты

Ерулан Мустафин, +7 (727) 244-6986
ErulanM@halykbank.kz

Сабина Амангельды, +7 (727) 330-0153
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

Долевые инструменты

Мариям Жумадил, +7 (727) 244-6538
MariyamZh1@halykbank.kz

Мирангуль Маралова, +7 (727) 244-6538
MiramgulM@halykbank.kz

Бакай Мадыбаев, +7 (727) 330-0153
BakaiM@halykbank.kz

Bloomberg

HLFN <Go>